



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

법학석사 학위논문

중국의 시세조종규제에 대한 연구

2019년 8월

서울대학교 대학원

법과대학 법학과 상법

朴雪梅

중국의 시세조종규제에 대한 연구

지도교수 김 화 진

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함

2019년 6월

서울대학교 대학원

법학과 상법전공

朴 雪 梅

朴雪梅의 석사 학위논문을 인준함

2019년 7월

위 원 장 노혁준 (인)

천경훈 (인)

위 원 김화진 (인)

국문초록

중국 자본시장의 규모가 커지고 발전함에 따라 증권시장 불법행위도 증가하고 있다. 시세조종은 자본시장에서 수요공급의 원리에 따라 결정되어야 할 증권의 가격을 인위적 조작에 의하여 변동 또는 고정시키려는 행위로 이를 통해 부당이득을 획득하고자 하는 것이 목적으로 한다. 각국의 증권관련 입법은 이러한 시세조종행위를 규제함으로써 다수의 선량한 투자자를 보호하고 시장의 신뢰성을 확보하며 자본시장의 합리적인 자원배분 기능을 보호하고 있다. 일반적으로 시세조종행위에 대한 각국의 제재는 형사적, 행정적, 민사적 방식을 통해 이루어지고 있다. 중국도 마찬가지로 이 세 가지 제재방식이 존재하나 현재는 행정제재를 위주로 시세조종행위에 대한 규제가 이루어지고 있으며 형사제재와 민사제재는 아직 활성화 되지 못하고 있다.

중국증권관리감독위원회(이하“증감회”)가 증권시장 불법행위에 대한 감독은 중국 금융감독체계의 핵심을 이루고 있고 공적제재의 가장 중요한 부분을 구성한다. 증감회가 시세조종행위를 판단하고 행정처벌결정을 내리는 법적 근거는 <증권법> 및 2007년 증감회가 제정한 <증권시장시세조종행위인정지침(시행)中国证券监督管理委员会证券市场操纵行为认定指引> (이하 <지침>)이다. <지침>에서는 시세조종행위를 유형별로 열거하여 그 구성요건을 규정하고 있다. 시세조종 수단이 증권시장과 인터넷 기술의 발전에 따라 보다 다양하고 복잡해지는 상황에서 시세조종행위의 판단기준을 명확히 하는 것은 중요한 과제이다. 또한 시세조종행위에 대한 행정적 제재가 강력하게 이루어지고 있는 반면 이에 대한 민사적 손해배상구제와 형사처벌이 제대로 이루어지지 못하고 있는 원인을 분석하고 이러한 문제점을 해결할 방법을 모색해 보아야 할 것이다. 민사적 손해배상구제가 이루어지지 못하고 있는 원인에는 시세조종 손해배상 중 인과관계 인정의 어려움과 손해액산정기준의 미비, 집단소송을 위한 대표자소송방식의 제도적 문제점과 법원의 대표자소송에 대한 소극적인 태도

가 있다. 중국 <형법>에는 “증권 및 선물 시세조종죄”가 별도로 규정되어 있으나 실제로 이 조가 적용되어 형사제재를 받은 사례는 그 수가 많지 않다.¹⁾ <형법> 규정 중 “엄중한 경우 5년 이하의 징역과 벌금을 병과하거나 단독으로 벌금을 처하며 특별히 엄중한 경우 5년 이상 10년 이하의 징역과 벌금을 병과 한다.”는 내용 중 “엄중한 경우”와 “특별히 엄중한 경우”를 만족시키는지 여부가 실질적인 기소요건으로 되고 있으며 조건미달로 인해 대부분 시세조종행위에 대한 처벌은 형사처벌의 단계까지 이르지 못하고 행정처벌의 형식으로 종료되고 있는 바 이는 형사제재가 활성화 되지 못한 중요한 원인중의 하나이다. 또한 “증권·선물 시세조종죄”조항은 시세조종행위의 유형을 열거하고 있는 동시에 말미에 “기타 엄중한 경우”라는 포괄적 일반조항을 규정하고 있다. 이러한 포괄적 일반조항은 앞으로 발생할 신형 시세조종행위를 일일이 열거하지 못하는 입법의 제한성을 보완하고자 추가하였고 <증권법> 및 <형법> 관련 사법해석에도 삽입되었다. 따라서 이러한 포괄적 일반조항에 대한 해석에 있어서 해석범위를 어떻게 한정지어야 하는지의 문제점이 존재하다.

본 논문에서 필자는 시세조종행위 일반론 및 시세조종행위의 규제에 대한 이해를 바탕으로 중국의 시세조종행위 규제현황을 분석하고 증감회의 시세조종행위에 대한 행정적 제재현황에 대한 분석을 통해 시세조종행위에 대한 판단기준을 도출해 내고 손해배상구제가 이루어지지 못하는 원인을 분석하고 실체법적 및 절차법적 해결방법을 제시하며 형사규제 중 존재하는 문제점을 분석하고 이에 대한 개선의견을 제시하고자 한다.

주요어: 시세조종, 손해배상, 시세조종 판단기준, 증권·선물 시세조종죄, 인과관계, 손해액산정, 대표자소송.

학번:2017-26076

1) [왕지앤중 사건(汪建中案)] 北京市第二中级人民法院 (2010) 二中刑初字第1952号, [쉬샹 사건(徐翔案)] 青岛市中级人民法院 (2016) 鲁02刑初148号 등이 있다.

목 차

제1장 서론

제1절 연구의 배경 및 목적	1
제2절 연구의 범위 및 구성	2

제2장 시세조종행위 일반론

제1절 시세조종행위의 개념	4
1.1 시세조종의 정의	4
1.2 시세조종행위의 법적성질	6
제2절 규제의 필요성	8
2.1 형사규제의 필요성	8
2.2 민사규제의 필요성	9
제3절 시세조종행위책임의 구성요건	10
3.1 시세조종죄의 구성요건	10
3.2 손해배상책임의 구성요건	13
제4절 각국의 입법례	16
4.1 미국	16
4.2 EU	19
4.3 영국	21

제3장 중국의 시세조종행위에 대한 규제현황

제1절 시세조종행위 유형 및 판단기준	25
1.1 연속거래	25
1.2 통정매매	28

1.3 가장매매	30
1.4 허위표시,오해유발표시행위	30
1.5 선행거래	32
1.6 허수성호가	34
1.7 특정시간대의 가격조종	37
제2절 시세조종행위에 대한 제재	38
2.1 형사제재	38
2.2 행정제재	48
2.3 민사제재	53

제4장 중국 시세조종행위에 대한 제재의 문제점

제1절 민사적 손해배상제도의 문제점	60
1.1 원고의 과중한 입증책임	60
1.2 손해액의 범위 및 산정방식의 미비	66
제2절 현행 증권관련 민사소송의 문제점	68
2.1 사전절차의 소권에 대한 침해	69
2.2 단독소송 및 공동소송방식의 제한성	72
2.3 대표자소송방식의 문제점	73
제3절 형사규제의 문제점	77
3.1 “포괄적 일반조항”의 적용	72
3.2 증권·선물 시세조종죄 기소기준의 문제점	79

제5장 중국의 시세조종규제에 대한 개선의견

제1절 인과관계 입증책임의 전환	83
1.1 시장사기이론의 도입에 대한 고찰	83

1.2 인과관계 입증책임의 전환	87
제2절 손해액산정기준의 명확화	88
2.1 손해액산정방식	88
2.2 각국의 판례	91
제3절 대표자소송방식의 개선	94
3.1 사전절차의 실질적 폐지와 소송허가절차의 도입	94
3.2 판결의 기판력의 문제	95
3.3 의무적 통지제도의 확립	97
3.4 대표자선임방법의 개선	98
제4절 형사규제의 개선의견	101
4.1 포괄적 일반조항의 사법해석을 통한 구체화	101
4.2 부당이득 산정기준 확립	105
 제6장 결론	 110
 참고문헌	 113
 부록: 시세조종규제에 관한 중국 법률규정 중문·국문 대조	 119
 Abstract	 122

〈표 목차〉

표 1	55
-----	-------	----

〈그림 목차〉

그림 1	50
그림 2	52

제1장 서론

제1절 연구의 배경 및 목적

시세조종은 일반적으로 주가에 인위적인 영향을 미침으로서 투자자들을 기망하고 시장에서 특정증권에 대한 수요와 공급을 위장으로 조작하여 가격을 조종하려는 행위이다. 시세조종행위는 금융투자상품시장에서의 공정한 가격형성을 저해함으로써 투자자에 손해를 입히며 그 결과 시장에 대한 투자자의 신뢰를 해친다.

중국에서 처음으로 시세조종행위에 대해 명문으로 금지한 법률문건은 1993년 국무원이 제정한 <주식발행 및 거래 잠행조례(股票发行与交易暂行条例)>이다. 동 규정 제74조는 시세조종행위 및 기타 증권불법행위를 열거하고 이에 대한 법적책임을 규정하였다. 같은 해 국무원은 <증권사기행위 금지 잠행방법(禁止证券欺诈行为暂行办法)>을 제정하였고 이는 시세조종행위에 대한 전문적인 규정으로서 시세조종행위의 정의를 확정하고 유형별 시세조종행위에 대해 보다 구체적으로 열거하였으며 부동한 당사자의 행정책임을 구분지어 규정하였다.

중국의 증권시장은 창설된 초기부터 “투자성” 보다는 “투기성”이 강한 시장이라는 평가를 받아 왔었다. 따라서 인위적으로 시세를 변동시켜 부당이득을 취득하고자 하는 불법행위의 시도는 끊이지 않았으며 최근에는 발달된 인터넷과 기술을 이용하여 더욱 고도화 되고 전문적인 시세조종수단이 출현하고 있다. 이러한 시세조종은 자유로운 수급을 통하여 이루어지는 가격 결정 과정을 왜곡하는 것으로 시장의 완전성을 훼손시키며 공정하고 투명한 거래를 지향하는 증권시장질서를 저해하는 요소이다. 따라서 시세조종행위에 대하여 규제를 하는 것은 자본시장의 발전 및 일반투자자 보호에 있어서 필수적인 요소라고 할 수 있다.

본 연구는 갈수록 지능화 및 고도화 되어가고 있는 여러 시세조종행위에 대하여 살펴보고 시세조종행위에 대한 규제는 투자자보호와 자본시장의 공정성 및 신뢰성을 높이기 위한 불가결한 조치이기에 중국의 시세조종행위의 규제에 대한 연구를

중심으로 하고자 한다.

제2절 연구의 범위 및 구성

본 연구를 위하여 문헌·자료 조사방법과 국내·외의 입법과 판례를 통한 분석을 시도하고자 하며 최근의 문헌과 연구자료를 중심으로 중국의 시세조종에 대한 규제 현황과 문제점 및 그 개선방안을 검토해 보고자 한다. 특히 증권관련규제 입법이 잘 되어있는 미국의 입법과 판례를 참고하고 이러한 미국의 규제제도를 도입하여 자국의 실정에 맞게 적용하고 있는 한국 및 중국 대만의 입법과 판례에 대한 분석을 통해 시사점을 얻고자 한다.

이 글은 모두 6장으로 구성되며 다음과 같은 순서로 고찰하고자 한다.

제1장은 서론 부분으로 연구목적, 연구방법 및 범위에 대하여 서술하고자 한다.

제2장은 시세조종행위의 개념과 형사 및 민사규제의 필요성에 대해 논의하고 형법상 시세조종죄의 구성요건과 시세조종으로 인한 손해배상책임의 구성요건에 대해 서술하고자 한다.

제3장은 중국의 시세조종행위에 대한 규제현황의 탐구로서 증감회 처벌결정에 대한 실증분석을 통하여 각종 유형의 시세조종행위의 판단기준을 정리하고 법률규정과 판례에 대한 연구를 통해 시세조종행위에 대한 형사적, 민사적, 행정적 제재의 현황을 알아보하고자 한다.

제4장은 중국의 시세조종행위규제의 문제점을 제시하고자 한다. 우선 민사적 손해배상제도 중 불법행위 인과관계의 판단에 적용하는 필연적 인과관계이론과 상당인과관계이론을 분석하고 해당 인과관계 이론의 시세조종 손해배상소송에서의 적용을 모하며 이러한 이론이 초래하는 원고의 입증책임 과중의 문제와 손해액산정기준과 손해액산정방식 미비의 문제점을 논의하고자 한다. 소송절차에 있어서 현행 단독소송과 공동소송 중 대규모 집단성분쟁의 해결함에 있어서 존재하는 문제점을

분석하고 대표자소송이 활성화되지 못하고 있는 제도적 문제점을 제시하고자 한다. 형사적 제재에 있어서 <형법> 중 증권·선물 시세조종죄의 기소요건의 문제점을 제시하고 증권·선물 시세조종죄에 대한 규정의 말미에 있는 포괄적 일반조항의 적용범위의 문제를 제시하고자 한다.

제5장에서는 4장에서 제기한 문제점에 대한 개선의견을 제시하고자 한다. 우선 손해배상책임에서 시장사기이론의 도입 가능성에 대해 검토하고 입증책임을 피고에게 전환해야 하는 필요성을 제시하고자 한다. 손해액의 산정에서는 현재 미국, 한국 등 국가에서 보편적으로 채택하고 있는 차액산정방식에 대하여 소개하고 미국과 한국의 손해액산정방법을 알아볼 것이다. 소송방식 중 대표자소송방식에 대한 개선의견을 제시하고 형사제재의 개선방안으로는 증권·선물 시세조종죄 조항 중 포괄적 일반조항의 적용방법을 제시하며 마지막으로 부당이득의 산정에 관한 한국의 실천과 논의가 중국에 주는 시사점을 제시하고자 한다.

제 6장은 앞서 논의한 내용을 바탕으로 결론을 내리고자 한다.

제2장 시세조종행위 일반론

제1절 시세조종행위의 개념

1.1 시세조종의 정의

시세조종은 일반적으로 주가에 인위적인 영향을 미침으로서 투자자들을 기망하는 의도적 행위로²⁾ 시장에서 특정 증권에 대한 수요와 공급을 위장으로 조작함으로써 가격을 조종하려는 행위³⁾이다. 시세조종행위는 금융투자상품시장에서의 공정한 가격형성을 저해함으로써 투자자에 손해를 입히며 그 결과 시장에 대한 투자자의 신뢰를 해친다.⁴⁾

시세조종의 최초 출현은 17세기로 거슬러 올라갈 수 있다. 1814년 영국의 「Rex v. de Berenger」 사건은 시세조종이 처음으로 범죄로 단죄 받은 사건이다. ⁵⁾ 동 사건에서는 de Berenger 일당들은 자신이 보유하고 있던 국채의 상승을 가져오기 위하여 나폴레옹이 죽었고 파리가 동맹군에 의하여 점령당하였다는 허위사실을 유포 하였던 것이다.

미국 1934년 <증권거래법>(SEA) 제9조는 [증권가격 조종금지] (Prohibition Against Manipulation of Securities Prices)라는 제목 하에 시세조종행위의 범위에 대해 열거하는 방식으로 규정하였고 ⁶⁾ 동법 제 10b 및 제 15c 제 1,2항에서는 “조종하는 (manipulative)” 이라는 용어를 사용하였으나 “조종”에 대한 명확한 정의는 제시하지 않고 그 후 있었던 판결을 통하여 시세조종에 대한 정의를 구체화 하고 있다.

2) 한국증권법학회 “자본시장법주석서”, 박영사, 2009. 893면

3) 김건식, “증권거래법”, 두성사, 2000. 320면

4) 김건식, 정순섭 “자본시장법” 두성사 2010. 446면

5) Hubert de Vauplance, “The Concept of Securities Manipulation and Its Foundations in France and the USA”, 23 Brook. J. Int'l L. 203,205(1997)

6) 1934년 미국 <증권거래법> 제9조: 누구든지 직접, 간접으로 우편, 주간통상의 방법이나 수단 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다.

1976년 Ernst & Ernst. v. Hochfelder 판결에서 미국 연방대법원은 시세조종에 대하여 “증권시장과 관련하여 증권가격에 인위적으로 영향을 주는 것에 의하여 투자자를 기만하거나 사기를 위한 의도적 또는 악의적인 행위를 의미하는 것” 이라고 정의하였다.⁷⁾ 1년 뒤 Santa Fe .v. Industries Inc .v. Green 사건에서 연방대법원은 “시세조종적인(manipulative)” 의 의미에 대하여 “인위적으로 시장활동에 영향을 줌으로써 투자자들에게 오해를 유발하려는 의도가 있는 가장매매(wash sale), 통정매매(matches orders), 또는 가격고착(rigged price)와 같은 관행을 말한다.” 고 판시하였다.⁸⁾ 판결에서는 또 SEA 제10조(b)가 규정하고 있는 “기망적인(deception)” 또는 “시세조종적인(manipulative)” 라는 표현을 사용하기 위해서는 반드시 “기망(deception)”, “부실표시(misrepresentation)” 또는 “불공시(non-disclosure)” 가 있어야 할 것을 요구하였다. 단순한 신의칙위반 (breach of fiduciary duty)은 SEA제 10조 (b) 또는 SEC Rule 10b-5에 의한 소송의 대상이 되지 못한다고 하였다. 즉 연방대법원은 시세조종행위를 구성하기 위하여 반드시 “사기적행위(deception)” 가 존재할 것을 요구하고 있다.⁹⁾

한국은 시세조종에 대한 특별한 정의가 없이 자본시장법 제176조에서 크게 6가지 시세조종의 특정한 유형을 열거하고 이를 금지함으로써 시세조종을 금지하는 형식을 취하였다. 그리고 제184조의4 제4항에서 포괄적 사기금지 조항을 두었다.

중국 현행 <증권법> (2015년 개정) 제77조도 미국과 마찬가지로 시세조종행위에 대한 명확한 규정이 없이 시세조종행위의 유형을 열거하는 방식으로 기재하였으며 시세조종행위를 “증권시장을 조종하여 증권의 가격 또는 거래량에 영향을 주는 행위” 로 표현하였다. 1993년 제정된 <증권사기행위금지잠행규정(禁止証券欺詐行為暫行辦法) 10)>(이하 <사기금지규정>) 제7조에서는 시세조종행위에 대하여 “ 이익을 획

7) Ernst & Ernst .v. Hochfelder , 425 U.S 185 (1976)

8) Santa Fe Industries Inc .v. Green , 430 U.S 462 (1977)

9) 한국증권법학회, “자본시장법주석서”, 박영사, 2009. 900면

10)<증권사기행위금지잠행규정(禁止証券欺詐行為暫行辦法)>은 중국에서 처음으로 시세조종행위의 개념을 비교적 명확하게 명시한 법률규정이다. 현재 이 규정은 효력을 상실하였다.

득하거나 손실을 감소하기 위하여 자금, 정보 등 우세를 이용하거나 직권을 남용하여 시장을 조종하고 증권가격에 영향을 주고 증권시장의 가상(假象)을 만들어 투자자를 오도(誤導)하여 실제 상황을 모르고 증권투자의 결정을 내리도록 하여 시장 질서를 교란 시키는 행위”로 규정하였다.

시세조종행위에 대한 정의를 내리기 어려운 데는 아래와 같은 원인이 있다. 첫째, 시세조종행위는 다양성을 띠고 있고 부동한 시세조종행위가 보여주는 특징은 각자 특징이 상이하다. 두 번째, 새로운 유형의 투자수단이 나타남에 따라 거래방식이 부단히 변화하고 시장참여자도 변화하기에 시세조종행위 자체가 날로 확장되고 있고 새로운 형태의 시세조종행위가 증가하고 있는 추세이다. 세 번째, 민사, 행정 및 형사규제에서의 시세조종행위에 대한 판단기준이 다르다. 중국은 형법상 시세조종을 구성하려면 행정규제 중 시세조종행위보다 한층 엄격한 조건을 요구하고 있는바 기소요건으로 해당 조건을 제시하고 있다. 또한 민사소송에서는 시세조종행위가 타인에게 실제적인 피해를 조성하였음을 구성요건으로 하지만 형사와 행정책임에서는 이러한 요건을 갖출 것을 요구하지 않고 투자자 또는 시장에 손해를 끼칠 가능성이 있으면 이를 시세조종행위로 판단한다.

1.2 시세조종행위의 법적 성질

시세조종행위의 성질은 크게 두 가지 분류가 존재한다.¹¹⁾ 행위의 객관적 결과를 기준으로 한 시장남용행위와 행위의 주관목적을 기준으로 한 사기행위가 있다.

(1) 시장남용행위

시세조종행위를 시장남용행위로 보는 대표적인 나라는 영국이다. 영국 FSMA 2000 제118조는 “시장남용이라 함은 개인이 단독 혹은 2인 이상의 사람들과 연합하

11) 何基报, 许宏涛“市场操纵行政法律责任构成要件比较研究”, 中国证监会,

거나 공모하여 시장을 교란하는 행위를 말한다.”고 규정하였다. EU도 시세조종행위를 시장남용행위로 보고 있는바 2003년 1월 28일 「내부자거래와 시세조종(시장남용행위)에 관한 2003년 6월 EU지침」을 공포하였으며 시세조종행위를 시장부당행위로 귀결시키고 “금융상품거래의 허위적인 상황을 조작하고 또한 모든 투자자들의 지위가 동등하다는 일반적 원칙을 파괴하는 행위”를 시장부당행위로 정의하였다.

12)

(2) 사기적 행위

시세조종행위의 성질을 사기적 행위로 판단하는 대표적 국가는 미국이며 한국도 시세조종행위를 사기행위로 본다.¹³⁾ 따라서 형법이나 민법상의 사기조항도 적용될 수 있으나 이들 조항만으로 적절한 구제가 어려우므로 <자본시장법>에 따로 규정을 두었다. 한국 <자본시장법> 제176조, 제177조에서 시세조종에 대한 형사처벌과 민사책임을 규정하고 있다. 앞서 시세조종의 개념에서 언급했듯이 미국 1934년 증권거래법 제19조 (b)항 및 SEC Rule 10b-5는 증권시장 사기행위를 금지하는 법이다.

(3) 중국에서 시세조종행위의 성질

중국의 경우, <증권법> 및 <형법>에서 시세조종행위의 성질에 대하여 명시하지 않았지만 학계에서는 사기적 행위로 보는 관점이 많다. 그러나 일부 형법학자들은 시세조종행위의 성질을 단순히 사기로 보기에는 완전하지 않고 시장우세와 영향력을 이용하여 시장을 지배하는 시장남용행위로 보아야 한다는 견해를 주장하고 있다¹⁴⁾. 행위의 본질에 대한 이해가 다름에 따라 그 판단기준도 차이가 난다. 사기적

12) Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of The Council of 28 January 2003 on Insider Dealing and Market Manipulation(Market Abuse)

13) 김건식, 정순섭 “자본시장법” 두성사 2010. 446면

14) 이 견해를 주장하는 학자들은 시세조종행위의 본질은 “행위인이 자금, 정보 등 우세를 남용하여 증권의 가격 또는 거래량을 불법적으로 지배하여 시장의 질서를 파괴하고 투자자의 합법적 이익을 침해하는 행위”로 표현하다.

행위로 보는 경우 일반투자자를 오인시킬 주관적 목적으로 불법행위를 행하면 시세조종행위를 구성하지만 시장남용행위로 보는 경우 주관적 요건 외에 “증권의 가격 또는 거래량에 영향을 줄 수 있는” 행위결과가 구성요건으로 되어 형사상 증권·선물 시세조종죄가 추상적 위험범¹⁵⁾이 아닌 결과범이 된다. 실제로 <증권법> 또는 <형법> 중 시세조종조항을 보면 주관적 요건에 대한 언급은 없는 반면 “증권가격 또는 증권거래량에 영향을 주는 행위”라는 문구는 행위유형에 빠지지 않고 들어간다. 생각건대 입법자의 시세조종행위의 성질에 대한 판단도 사기적 행위라 측면보다는 시장남용행위 측면을 더 부각시킨 것으로 보인다¹⁶⁾.

제2절 규제의 필요성

2.1 형사규제의 필요성

시세조종행위자는 인위적인 수단으로 증권의 수급관계를 변동시켜 공정하지 못한 증권가격을 형성함으로써 증권시자의 정상적인 질서를 저해하고 투자자들이 손해를 야기하며 증권시장에 대한 신뢰를 잃도록 한다. 이에 증권시장의 균형과 질서를 유지하고 일반 투자자들의 재산적 권리를 보호하기 위하여 시세조종행위에 대해 공적 규제를 가할 필요가 있다. 공적규제에는 정부당국을 통한 행정규제와 사법당국을 통한 형사규제가 있다. 그 중 형사규제가 필요한 이유는 아래와 같다.

형사규제에 비해 행정규제는 제한성이 존재한다. 행정규제가 시세조종 불법행위에 대한 규제의 역할을 제대로 수행하려면 신속성과 정확성을 검비하여야 한다. 그

15) 한국은 시세조종죄를 추상적 위험범으로 보고 자본시장법상 전제된 공정거래질서에 대한 위험상태를 야기하면 죄가 성립되는 것으로 본다.

16) 실무 중 형사처벌을 받은 사건들은 모두 증권거래량과 거래가격에 큰 파동을 일으킨 사건이었기에 논란의 여지가 없으나 증감회에서 처벌을 내린 사건 중에는 회사의 고집관리인원이 회사의 원활한 유상증자를 목적으로 회사의 자금을 이용해 연속거래행위를 하여 회사의 주식을 매매한 사건을 처벌한 바 있는데 동 사건에서 행위자의 행위는 증권가격 상승의 효과를 보지 못했고 증권시장의 가격에 대한 영향도 미세하였으나 자금의 동향과 거래행위에 대한 종합적인 분석을 통해 시세에 영향을 주어 타인의 거래를 유인하려는 목적이 있다고 판단하고 처벌하였다.

러나 현실에서 행정처벌은 사후성을 띠고 있고 대부분의 처벌은 사건이 발생한 후 오랜 시간이 지나고 이루어진다. 심지어 시세조종행위 행위가 발생한지 3년이 지나도 처벌이 이루어지지 못한 사건도 있다.¹⁷⁾ 그리고 증감회의 시세조종행위에 대한 처벌은 통일된 기준이 결여하다. 증감회는 일부 사건에 대하여 위법성의 정도와 부당이득의 규모가 다름에도 불구하고 동일한 처벌결정을 내린 경우도 있었다.¹⁸⁾ 증감회의 처벌 강도는 증권시장의 상황 및 국가의 금융정책과 밀접한 연관이 있다.¹⁹⁾ 증권시장 불경기 시 감독부문은 투자자의 신심을 타격하지 않기 위하여 시세조종행위에 대한 처벌강도를 약화시키는 편이고 시장이 다시 활력을 찾으면 감독부문은 집중적으로 증권시장불법행위에 대해 대규모의 고강도 규제를 실행한다. 예컨대 증감회는 1997년 6월 1일 하루 사이에 8건의 시세조종사건을 처벌한 적도 있었다.²⁰⁾ 행정규제의 성격상 정부당국의 정책적 영향을 많이 받기에 이러한 규제양상을 띠는 것은 불가피한 것으로 생각된다. 그러나 이런 규제가 시세조종행위 나아가 증권시장 불법행위에 대한 규제의 중심이 되고 있는 것은 사회질서의 안정과 법적 안정성을 도모하는 데 유리하지 못하다. 따라서 시세조종행위에 대한 안정적이며 정확한 판단기준과 처벌기준을 제시할 수 있는 형사제재의 강화가 필요할 것으로 생각된다.

2.2 민사규제의 필요성

증권입법의 목적은 시장상황 및 정보에 대해 우월적인 지위에 있는 자들의 기망행위로부터 시장상황, 정보 등에 열위에 있는 자들을 보호하는 것이다. 따라서 피해

17) <2001년 전국인대상무위원회집법검사조의“중화인민공화국증권법“실행현황에 대한 보고 (2001年全国人大常委会执法检查组关于检查《中华人民共和国证券法》实施情况的报告)>

18) 广发证券시세조종사건 (1996), 海通证券시세조종사건 (1997), 申银万国시세조종사건 (1996)에 대한 증감회의 처벌결정은 모두 “불법소득을 몰수하고 500만 위안의 벌금을 처하고 영업자격을 1년 동안 정지한다.”였다. 출처:1996.1997 <중국증권감독위원회공고(中国证券监督管理委员会公告)>

19) 张岳男, “操纵证券市场刑法規制研究” 南京师范大学硕士学位论文, 2011年, 10면

20) 1996. 1997년 <중국증권감독위원회공고(中国证券监督管理委员会公告)>

투자자는 증권시장에서 이뤄지는 불공정거래행위에 대한 손해배상제도를 통해 손해를 보상받고 불공정거래 행위자로부터 부당하게 얻은 경제적 이익을 환수할 수 있어야 한다. 손해배상책임이 필수적인 이유는 두 가지로 해석할 수 있다.

첫 번째, 행정책임과 형사책임은 시장질서를 유지하고 불법행위자를 처벌하며 증권시장의 질서를 회복하는데 그 목적이 있고 손해배상은 투자자가 불법행위로 인하여 받은 손실을 회복하는데 목적이 있다. 시세조종행위자가 얻은 불법이익은 투자자들이 시세조종행위가 없었다면 보지 않았을 손해로부터 온 것이기에 이 부분에 대해서 시세조종행위자는 피해자의 금전적인 손해를 부담해야 한다.

두 번째, 시세조종행위에 대한 손해배상책임의 추궁은 불법행위 제재기능과 시장감독기능을 동시에 수행할 수 있다²¹⁾. 즉, 손해배상을 통해 불법행위를 제재하고 처벌하며 불법행위의 발생을 예방하는 것이다. 시세조종행위에 대한 부당이득의 환수와 벌금뿐만 아니라 피해자에 대한 손해배상액도 행위에 대한 제재로 작용할 수 있다. 또한 증권손해배상 자체가 시장감독의 중요한 부분이다. 정부는 시장에서 이루어지는 모든 거래에 대하여 일일이 감독할 수 없으며 또한 그 만큼의 인적 및 물적 자원을 구비하고 있지 않기에 시장참여자인 투자자들에게도 시장감독의 권리를 부여하는 것이 바람직하며 일반 투자자들도 상장회사, 금융기관 등 주체에 대하여 감독을 하도록 하여야 한다. 투자자는 자신의 이익이 시세조종행위로 인하여 손해를 보면 그로 인한 손실을 보상받고 싶은 심리가 있기에 감독기관이 소홀할 수 있는 부분에 대해서도 제보가 이루어 질 수 있는 측면도 존재한다.

시세조종행위로 인한 피해자의 재산권 보호의 측면 또는 효과적인 시장감독의 측면에서 민사적 규제는 시세조종행위의 규제에 있어서 없어서는 안 될 부분이다.

제3절 시세조종행위책임의 구성요건

3.1 시세조종죄의 구성요건

21) 刘敏超, 薛峰, "证券法中的民事责任功能分析", 求索, 2001, 第3期, 34면

(1) 객관적 요건

증권·선물 시세조종죄의 객관적 구성요건은 <형법> 제182조에서 열거한 시세조종에 해당하는 거래행위이며 동시에 2010년 최고인민검찰원과公安부가 연합하여 공포한 <공안기관관할의 형사사건입건과 기소기준에 대한규정(2)(关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二))>에서 규정한 기소요건을 충족시켜야만 증권·선물 시세조종죄로 기소될 수 있다.

(2) 주관적 요건

시세조종죄의 주관요건은 직접적인 고의(直接故意) 여야 한다. 간접적 고의거나 과실은 본 죄가 성립될 수 없다. 시세조종행위는 일종의 적극적인 행위로서 행위인은 자신의 행위가 시장질서를 파괴하고 기타 투자자의 이익을 해치는 사회적 위험성이 있음을 인지하고 있어야 한다.

<형법개정안(6)>이 공포되기 전 중국의 많은 학자들은 본 죄가 성립하려면 “부당이득을 획득하거나 위험을 이전하려는” 특수한 목적이 있어야 한다고 인식하였다.²²⁾ 그러나 <형법개정안(6)>은 이 목적에 대한 규정을 삭제하였다. 따라서 본 죄가 성립되는데 범죄목적이 불필요하다는 새로운 의견이 제기되었다.²³⁾ 이에 대해 중국 대다수 형법학자들은 반대하는 입장이며 기타 범죄, 예컨대 대다수의 재산범죄는 모두 “불법점유”의 목적을 구성요건으로 하지만 <형법>에서는 이를 명시하지 않고 있는 것과 같이 구성요건을 명시하지 않았다고 하여 고의의 목적이 더 이상 구성요건으로 필요하지 않은 것이 아니라는 것이다. 따라서 <형법개정안(6)>에서 “부당이득을 획득하거나 위험을 이전하려는” 목적에 대한 서술을 삭제한 것은 본 죄

22) <형법개정안(6)>이 공포되기 전 본 죄는 “부당이득을 획득하거나 위험을 이전하려는 목적(获取不正当利益或者转嫁风险)” 이 법률 조문에 명시되어 구성건의 하나로 작용하였으나 <형법개정안(6)>에서는 해당 문구를 삭제하였다.

23) “범죄목적불필요설”로서 증권·선물 시세조종죄는 객관적 요건만 충족시키면 되고 주관적 요건은 불필요하다고 보는 견해이다. 刘宪权, 林雨佳, 「操纵证券·期货市场罪的本质与认定」, 国家检察官学院报, 2018年第4期 118면

의 구성요건에는 범죄목적이 포함되지 않는 것이 아니라 범죄의 동기를 불문하고 시세조종의 목적이 있으면 주관요건을 충족시키는 것으로 해석하여야 한다는 의도에서 출발하여 법률규정을 수정한 것으로 보아야 한다는 것이다. 24)

또한 아래와 같은 행위는 행위자가 증권의 가격이 거래행위의 영향을 받고 인위적으로 변동될 수 있음을 인지하고 있지만 시세조종행위로 보지 말아야 한다는 견해도 있다. 25)

첫 번째, 국가가 거시적 통제에 입각하여 행하는 시장간섭행위는 시세조종행위가 아니라는 것이다. 증권시장은 자유경제의 산물이긴 하나 증권장의 자금조달 기능을 유지하고 시장의 안정성을 보호하기 위하여 정부는 재정, 세금(稅收) 등 수단을 통하여 간섭을 하며 어떤 경우는 국가의 재산으로 주식을 매입하는 경우도 있다. 예컨대 2008년 중국 증권시장재난이(股災) 발생했을 때 주식가격을 안정 시키기 위하여 국유기업이 여러 차례 자금을 투입하여 은행류(銀行類) 주식을 구매하였다.

두 번째, 기업경영과 합병의 목적으로 행한 행위는 시세조종행위가 이에 해당한다. 예컨대, 을 회사가 갑 회사의 경영권을 획득하기 위하여 갑회사의 대주주와 사전에 협의하여 약속된 시간에 약속된 가격으로 대량거래를 하는 경우이다. 이러한 경우 거래행위를 하는 당사자는 시세가 변동할 것이라는 것을 알고 있지만 시세를 변동시켜 부당이익을 획득할 목적으로 거래를 하는 것은 아니기 때문이다.

(3) 가격 또는 거래량에 대한 영향

증권·선물 시세조종죄를 구성하려면 해당 시세조종행위가 “가격 또는 거래량”에 영향을 주는 행위일 것을 요구하고 있다²⁶⁾. 가격 또는 거래량에 대한 영향의 기

24) 刘宪权, 林雨佳 전계논문, 118면

25) 陈幅宽, “金融证券犯罪疑难问题解析”, 中国检察出版社, 2009年版 11면

26) <형법> 제182조: 다음과 같은 수단을 통해 증권·선물시장을 조종하여 엄중한 경우(情节严重), 5년 이하 징역과 벌금을 병과하거나 단독으로 벌금형에 처한다. 특별히 엄중한 경우, 5년 이상 10년 이하의 징역에 처하고 벌금을 병과 한다. ①단독 또는 공모하여 자금우세, 지분우세, 정보우세를 이용하여 연합하거나 연속적으로 거래함으로써 증권·선물의 가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ②타인과 공모하여 사전에 약속한 시간, 가격 또는 방식으로 서로 증권·선물거래를 하여

준에 대해 <형법>을 명시하지 않고 있지만 증감회의 <지침> 제14조는 다음과 같이 규정하고 있다.

①신주 또는 기타 증권의 상장 첫날에 이상거래가 발생한 경우 ②관련 증권의 당일 가격이 상한가 또는 하한가에 도달하거나, 허위적인 가격수준을 형성하거나, 또는 관련 증권의 당일 거래량이 비정상적으로 확대되거나 축소되어 허위적인 거래량을 형성하는 경우 ③관련 증권의 가격변동추세가 기타 비교지수와 뚜렷한 괴리가 생긴 경우 ④관련 증권의 가격변동추세가 발행인의 기본면(基本面²⁷⁾) 과 뚜렷한 괴리가 생긴 경우 ⑤기타 증권거래소규칙에서 규정한 가격 또는 거래량에 영향을 준 경우

3.2 손해배상책임의 구성요건

시세조종행위의 성격에 대한 판단은 불법행위설이 통설이기에 그로 인한 손해배상책임 구성요건도 불법행위책임의 구성요건을 충족시켜야 할 것이다. 증권시장 불법행위로 인한 손해배상책임 구성요건은 손해행위, 손해결과, 주관목적, 인과관계 등이 포함된다.

(1) 손해행위

손해행위는 시세조종행위를 뜻한다. 민사소송법이론에 근거하면 손해행위는 일반적으로 피해자가 증명하여야 한다. 즉 손해를 본 일반투자자가 시세조종행위의 존

증권·선물 가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ③자신이 실제로 지배하고 있는 계좌사이에서 증권거래를 하거나 자신을 거래상대로 하여 선물계약(期貨合約)를 매매하여 증권·선물가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ④기타 방법으로 증권시장을 조종하는 경우 법인이(法人) 상술한 죄를 범한 경우 법인에 벌금을 부과하는 동시에 직접책임자 또는 기타 직접책임인원에게는 위 조항의 내용대로 처벌한다.

27) 상장회사 기본면(基本面)은 상장회사의 기본상황과 미래의 발전가능성에 대한 평가로서 회사의 재무상황, 업종경기, 회사 제품과 해당 제품의 시장상황, 회사의 경영관리시스템, 등 요소에 대한 평가가 포함된다.

재를 증명하여야 한다. 그러나 증권시장 시세조종행위는 은폐성이 강하고 고도의 전문성이 필요하기에 일반투자자거나 일반 투자자의 역량으로는 사건조사가 제대로 이루어질 수 없는 문제가 존재 한다. 현재까지 존재했던 민사손해배상소송에서의 손해행위는 증감회의 행정처벌 또는 형사판결문을 통해 증명했다.

(2) 손해결과

손해결과는 투자자가 시세조종행위로 인하여 입게 된 경제적 손실을 뜻한다. 형사 및 행정책임의 인정에는 손해결과의 존재가 구성요건이 아니지만 민사적 손해배상은 손해를 입은 자의 이익에 대한 손해의 전보를 목적으로 하기에 손해결과의 존재를 구성요건으로 한다.

(3) 주관적 목적

시세조종행위로 인한 손해배상책임은 형법상 시세조종죄의 구성요건 중의 주관적 요건과 마찬가지로 고의의 목적요건을 필요로 한다. 통정매매와 가장매매의 타인에게 그릇된 판단을 하게 할 목적이거나 현실거래에의 그릇된 판단으로 인해 매매를 유인할 목적 등은 시세조종행위의 위법성 판단에 중요한 요소가 된다. 미국 SEA제 10의 (b)는 "manipulative or deceptive device or contrivance (시세조종 또는 기망적 수단이나 책략)"이라고 규정하였는데 이는 고의를 주관적 요건으로 하고 과실에 의한 책임은 인정하지 않는다. 주관적 목적의 증명은 원칙적으로 원고가 하여야 한다. 그러나 행위자의 내심의 목적을 직접증거를 통해 증명한다는 것은 거의 불가능 하며 미국 SEC은 “일반적으로 한 사람의 정신세계의 깊은 곳은 들여다 볼 수 없기에 피고가 시세조종의 의도를 자백하지 않는 사건에서 시세조종목적에 대한 결론은 객관적 증거를 통해 추정한다. 28) ” 고 하였다.

28) Louis Loss , 「Fundamentals of Securities Regulation」 , Little Brown and Company 2nd ,1988 p855

불법목적의 증명문제에서 통정매매거나 가장매매의 경우 불법목적이 없이 행해지는 경우는 거의 불가능하기에 원고가 아닌 행위자가 불법목적이 없었음을 증명할 책임을 부담하도록 해야 하며 통정 또는 가장매매가 행해졌음이 증명되면 불법목적에 관한 증명책임이 전환되어 피고가 불법목적의 부존재를 증명하여야 한다는 주장도 있다.²⁹⁾ 다만 「증권거래법」은 통정매매와 가장매매에 대한 조항에서 원래 있던 “시세에 영향을 줄 의도로” 라는 문구를 특별히 삭제하였는데 이들 조종수단은 시세에 대한 조종의도가 선명하기에 별도로 규정을 할 필요가 없다는 것이 대만 학계의 주장이다.³⁰⁾ 원고의 입증책임을 경감하기 위하여 일본은 판례를 통해 “과실에 대한 사실상의 추정” 제도를 창설하였다. 동 제도는 원고가 제출한 증거가 재판부에게 “피고가 과실이 있을 것 같다”는 정도의 확신을 줄 것을 요구하는 반면 피고에게는 재판부가 “피고는 과실이 존재하지 않는다”는 정도의 강한 확신을 갖도록 할 것을 요구한다.³¹⁾ 미국법원은 “조종목적”의 판단에 있어서 행위자가 가격의 변동을 위해 인위적으로 조치를 취하였음을 증명할만한 증거가 있어 외관상 시세조종의 목적을 인정할 수 있을 정도가 되면 목적이 존재한다고 추정할 수 있으며 고의가 없음을 증명하는 입증책임은 피고에게 전환되는 방식을 적용하고 있다.³²⁾ 한국 대법원은 판례에서 증명상의 문제점을 보완하기 위하여 당사자가 목적에 대해 자백하지 않더라도 그 유가증권의 성격과 발행된 유가증권의 총수, 매매의 동기와 양태, 그 유가증권의 가격 및 거래량의 동향, 전후의 거래상황, 거래의 경제적 합리성 및 공정성 등의 간접사실을 종합적으로 고려하여 판단할 수 있다고 하였다.³³⁾ 필자도 정황증거에 대한 검토를 통해 구체적 사건에서 행위자의 시세조종의 의도성을 판단하는 것이 적절하다고 생각된다.

29) 임재연, “자본시장법과 불공정거래”, 박영사, 2014, 404면

30) 赖英照, “证券交易法逐条释义”(第4册), 三民书局 1991年版, 502면

31) 于敏, “日本侵权行为法”, 法律出版社, 1998年版, 第132-134면

32) 沈厚富, “证券市场操纵行为的法律分析”, 梁慧星主编: 《民商法论丛》(第7卷), 法律出版社 1997年版

33) 대법원 2011.11.27. 선고 2011도 3567판결

(4) 인과관계

증권손해배상에서 손해배상을 하는 원고는 시세조종행위와 손해결과사이의 인과관계 즉 시세조종행위로 인하여 부당하게 형성된 가격에 의하여 매매거래를 하였고 그로 인하여 손해가 발생하였다는 사실을 입증하여야 한다.³⁴⁾ 인과관계는 시세조종으로 인한 손해배상에 있어서 가장 핵심의 문제인데도 명확한 판단기준을 제시하지 못하고 지금까지도 논의가 분분한 부분이기도 하다. 인과관계에 대한 부분은 제4장에서 구체적으로 검토하도록 하겠다.

제4절 각국의 입법례

4.1 미국

미국의 시세조종행위에 관한 규정에는 시세조종의 유형을 구체적으로 열거한 SEA 제9조의 (a), 증권거래소 상장여부에 관계없이 모든 등록증권의 매매거래에 관하여 “시세조종적” 이거나 “기망적” 인 수단 또는 책략의 사용을 전면적으로 금지한 포괄적인 사기금지규정조항인 SEA 제10조의 (b) 및 SEC Rule 10b-5등이 있다.

(1)SEA 제 9조

SEA 제9조에서는 시세조종에 대한 정의는 규정하지 않았고 시세조종의 유형에 대해 열거하는 방식을 채택하였다. 9조 (a)는 “누구든지 직접, 간접으로 우편, 주간 통상의 방법이나 수단 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다. 전국증권거래소 회원의 경우에도 같다.” 고 규정하면서 1호부터 6호까지 통정매매, 가장거래, 현실거래에 의한 시세조종, 허위표시에 의한 시세

34) 김택주, 「시세조종행위에 따른 손해배상책임」 상사판례연구, 2005, 제18집, 제2권 254면

조종을 열거하여 금지하고 있다. (1)호는 매매성황오인, 허위 또는 오해 유발목적의 행위에 대한 금지로서 가장매매, 통정매수, 통정매도 등을 규정하고 있고³⁵⁾ (2)호는 매매유인목적으로 거래성황을 유발하여 시세를 변동시키는 행위³⁶⁾, (3)호는 시세변동설의 유포를 통한 매매유인행위³⁷⁾, (4)호는 매매유인목적으로 중요사실의 허위표시 또는 오해유발 불실표시행위³⁸⁾, (5)호는 제3자로부터 직접, 간접적으로 대가를 받고 하는 (3)호의 행위³⁹⁾, (6)호는 시세고정, 안정목적의 매매거래행위⁴⁰⁾를 규정하고 있다. SEA 제9조는 전국증권거래소에 상장된 증권의 시세조종만 금지하고 있으나 SEA 제10조 (b)는 포괄적으로 증권거래와 관련된 모든 사기적 행위를 금지하고 있다. SEA 제9조의 (a)에서는 매매성황오인이나 오해유발의 목적, 매매유인목적 등이

35) SEA 9(a)의 (1): 전국증권거래소에 등록된 증권의 매매가 성황을 이루고 있는 듯이 오인하게 하거나, 당해 증권의 시장에 관하여 허위 또는 오해를 유발시킬 목적으로 하는 다음의 행위 (A) 당해 증권의 실질적인 소유권의 변동을 수반하지 않는 거래 (B) 실질적으로 동일한 수량을, 실질적으로 동일한 시기에, 실질적으로 동일한 가격으로 당해 증권의 매도주문이 자기나 타인에 의하거나 자기나 타인을 위하여, 행하여 졌거나 행하여질 것이라는 것을 알면서 당해 증권의 매수주문을 행하는 행위

(C) 실질적으로 동일한 수량을, 실질적으로 동일한 시기에, 실질적으로 동일한 가격으로 당해 증권의 매수주문이 자기나 타인에 의하거나 위하여, 행하여졌거나 행하여질 것이라는 것을 알면서 당해 증권의 매도주문을 행하는 행위

36) SEA 9(a)의 (2): 타인에 의한 증권의 매도 또는 매수를 유인할 목적으로, 단독으로 또는 타인과 공모하여, 전국증권거래소에 등록된 증권(또는 증권을 기초로 하는 스왑계약, 이하 같음)에 관하여, 실제로 또는 외관상 거래성황을 유발하거나, 당해 증권의 시세를 인위적으로 상승 또는 하락시키는 일련의 거래행위

37) SEA 9(a)의 (3): 딜러, 브로커 또는 증권의 매매나 매매의 청약을 하는 자가 전국증권거래소에 등록된 증권의 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시킬 목적으로 1인 이상의 자가 행하는 시장조작에 의하여 당해 증권의 시세가 상승 또는 하락할 것이라는 정보를 회람, 유포함으로써 당해 증권의 매매를 유인하는 행위

38) SEA 9(a)의 (4): 딜러, 브로커 또는 증권의 매매나 매매의 청약을 하는 자가 전국증권거래소에 등록된 증권의 매매를 유인할 목적으로, 그 당시의 상황에 비추어, 중요한 사실에 관하여 허위 또는 오해를 유발시킬 수 있고, 허위 또는 오해의 유발을 알았거나 알 수 있었던 합리적인 근거를 가지고 있었음에도 불구하고 부실표시를 하는 행위

39) SEA 9(a)의 (5): 딜러, 브로커 또는 증권의 매매나 매매의 청약을 하는 자로부터 직접 또는 간접적으로 대가를 받고, 전국증권거래소에 등록된 증권의 가격을 인위적으로 상승 또는 하락시킬 목적으로 1인 이상의 자가 행하는 시장조작에 의하여 당해 증권의 시세가 상승 또는 하락할 것이라는 정보를 회람, 유포함으로써 당해 증권의 매매를 유인하는 행위

40) SEA 9(a)의 (6): 단독으로 또는 타인과 공모하여, SEC가 공익이나 투자자 보호를 위하여 필요하거나 적절한 것으로서 정하는 규칙과 규정을 위반하여 전국증권거래소에 등록된 증권의 가격을 고착, 고정 또는 안정시킬 목적으로 당해 증권의 매도 또는 매수를 목적으로 하는 일련의 거래행위

요구되기에 미국에서의 대부분의 시세조종이나 증권사기소송은 제9조보다는 제10조 (b)를 근거로 하여 이루어지고 있다고 한다.⁴¹⁾

(2) SEA제 10조 (b)

SEA제 10조 (b)는 모든 증권의 매수 또는 매도와 관련한 사기행위를 포괄적으로 금지하는 규정이다. SEA 제10조는 “누구든지 직접 또는 간접으로 주간통상의 방법이나 수단, 우편 또는 전자증권거래소의 시설을 이용하여 아래에 열거한 행위를 하는 것은 위법이다”고 규정하고 SEA제 10조 (b)는 “SEC의 공익이거나 투자자보호를 위하여 필요하거나 적절한 것으로서 규정하는 규칙과 규정을 위반하여 전국증권거래소의 등록증권, 비등록증권 또는 증권을 기초로 하는 스왑계약의 매수 또는 매도에 관하여 시세조종적 이거나 기망적인 수단 또는 책략(manipulative or deceptive device or contrivance)을 이용하는 것”을 위법한 행위로 규정하였다.

SEA제 10조 (b)는 SEA 제9조에 비하여 “타인의 거래를 유인할 목적으로 행할 것”을 요구하지 않고, “악의”에 대한 증명도 정황증거에 의한 판단으로 충분하다고 보며, 장외주식의 시세조종에도 적용할 수 있고 목적요건의 증명상의 어려움이 덜하기에 민사배상소송의 제기에 있어서 보통은 SEA 제9조 보다는 SEA제 10조 (b)와 SEC Rule10-5 와 같은 포괄적 사기금지조항을 원용하여 소송을 수행한다고 한다.⁴²⁾

(3) SEC Rule 제10b-5

SEA 제10조 (b)는 금지행위에 대하여 직접 규정하지 않고 이 역할을 SEC에게 위임하고 있다. 이에 SEC은 세부사항을 규정하기 위하여 Rule 10b-5를 제정하였다. SEC Rule 10b-5는 “누구든지 증권의 매수 또는 매도와 관련하여, 직접 또는 간접

41) 임재연 “자본시장법과 불공정거래” 박영사, 2014, 386면

42) 임재연 “미국증권법”, 박영사, 2009년 제303면

으로 주간통상의 방법이나 수단, 우편, 또는 전국증권거래소의 시설을 이용하여 다음과 같은 행위를 하는 것은 위법이다“ 고 규정하였고 SEC Rule 10b-5(a)에서 “사기를 위하여 수단, 계획 또는 기교를 사용하는 것“, (b)에서는 “중요한 사실에 관하여 허위표시를 하거나, 표시가 행하여진 당시의 상황에 비추어 오해를 방지하기 위하여 필요한 중요한 사실의 표시를 누락하는 것“ (c)에서는 “타인에 대한 사기 또는 기망이 되거나 될 수 있는 행위, 관행 또는 영업절차에 종사하는 것“ 에 대하여 규정하고 있다.

(4) 시세조종행위에 대한 제재

미국의 증권사기행위에 대한 제재로는 법무부의 기소에 의한 형사책임, 민사손해배상소송, SEC의 증권분석가와 증권업자에 대한 징계처분, 금지명령청구(injunction), 민사제재금청구(civil penalty) 등이 있다.

4.2 EU

EU는 2003/6/EC <내부자거래와 시세조종의 대한 금지⁴³⁾>규정의 제1조 (2)항에서 시세조종행위에 대한 금지를 명시하고 있다. 해당 규정은 주관적 요건, 즉 시세조종행위의 목적을 구성요건의 하나로 요구하지 않고 있으며 거래행위가 법률규정에서 열거한 객관적 요건을 만족시키기만 하면 시세조종행위로 판단하고 규제를 가할 수 있도록 하였다. 2003/6/EC 규정의 구체적 실행가이드인 2003/124/EC⁴⁴⁾ 문건과 2004/72/EC⁴⁵⁾ 문건은 각각 시세조종행위의 시그널과 (signal) 시세조종행위의 면제

43) Directive 2003/6/EC OF The European Parliament and Of The Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (Market abuse)

44) Commission Directive 2003/124/EC of the European Parliament and of the Council of 22 December 2003 Implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament of the Council as regards the definition and public disclosure of inside information and the definition of market manipulation

45) Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the

대상인 허락된 거래행위 (accepted market practices)를 열거하였다.

2003/6/EC 제2조는 3가지 시세조종행위의 유형을 열거하였는바 첫 번째는 금융상품의 공급, 수급관계 또는 가격에 대하여 잘못 알게 하는 또는 잘못 알게 할 가능성이 있는 정보를 제공하는 행위와 단독 또는 공모하여 금융상품의 가격을 비정상적 또는 허위적 수준에 고정시키는 행위, 두 번째는 허위적 수단을 사용하거나 기망의 방식을 사용한 거래 또는 주문을 하는 행위, 세 번째는 인터넷을 포함한 매체 또는 기타 방식을 통해 금융상품에 관한 허위적 또는 오해를 유발할 수 있는 정보를 유포하는 행위에 대해 열거하였다.

2003/124/EC Artical 4 와 Artical 5는 각각 7가지와 2가지 시세조종행위의 시그널들을 열거하고 있다. 시세조종행위의 시그널을 일일이 열거할 수 없지만 이런 시그널들은 시장참여자들과 감독기관이 시세조종행위를 판단하는데 있어서 참고할 기준을 제시하고 있다. 해당 시그널들은 다음과 같다. Artical 4의 시그널에는 ① 관련 거래행위 또는 주문이 당일 거래량에서 차지하는 비중 ② 자금비중(position)이 큰 개인의 거래가 가격에 주는 영향 ③ 거래가 금융상품수익권의 변동에 영향을 주었는지 여부 ④ 단기간 내에 자금비중(position)의 역전(reversal)이 일어나고 관련 거래가 당일 거래량에서 큰 비중을 차지하는지 여부 ⑤ 단기간 내에 거래가 이루어져 이로 인하여 가격에 역전적인(reversal) 변화가 생기는 경우 ⑥ 거래의 주문이 가격에 영향을 준 정도, 일반적으로 주문을 하고 실행되기 전 주문을 취소하는 행위 ⑦ 참고가격, 결산가격, 평가액(valuations) 등이 형성되는 특정 시간대에 가격에 영향을 주는 거래 등 요소가 포함된다. Artical 5의 시그널에는 ① 거래 또는 주문이 행위자의 허위 또는 오해유발 정보를 유포행위와 시간적으로 연속성이 있는 경우 ② 거래와 주문이 행위자가 보고서 또는 투자건의를 하는 행위와 시간적으로 연속성이 있는 경우 등을 예시로 들고 있다.

European Parliament and of the Council as regards accepted market practices, the definition of inside information in relation to derivatives on commodities, the drawing up of lists of insiders, the notification of managers transactions and the notification of suspicious transactions.

2004/72/EC Artical 2는 거래행위를 시세조종행위가 아닌 허락된 거래행위로 볼 경우 고려해야 할 요소들에 대하여 규정하였다. 해당 요소들에는 다음과 같은 것들이 포함된다. ①시장의 투명성(transparency) 정도 ② 관련 행위가 시장의 안전한 운행에 미치는 영향 ③ 행위가 시장의 유동성 및 효율성에 미치는 영향 ④ 해당 시장의 거래 매커니즘과 시장참여자가 적시에 대응할 수 있는 수준 ⑤ 거래과정에 보편적으로 존재하는 신의성실 위반의 위험 ⑥ 조사기관 또는 감독기관의 조사결과 ⑦ 시장의 구조적 특징(structual characteristics)를 구현하고 있는 금융상품의 유형, 시장참여자의 유형(투자자 중 개인투자자가 차지하는 비중)등 요소

EU는 포괄적 규정과 구체적 실행규정을 통해 시세조종행위를 보다 전면적으로 규제하고 있다. 세부적 실행규정의 제정에 있어서 단순히 행위양태를 열거하는데서 그친 것이 아니라 시세조종행위의 세 가지 큰 분류, 감독관이 시세조종행위를 판단할 때 참고할만한 시그널, 시세조종행위가 아님을 판단할 때 고려할 수 있는 요소 등을 명시함으로써 유연하면서도 비교적 성숙한 규제체계를 이루고 있음을 보아낼 수 있다.

4.3 영국

영국은 금융감독원(Financial Service Authority: FSA)이 불공정거래의 조사와 제재를 수행하고 이를 뒷받침하는 법률은 「금융서비스시장법」(Financial Service and Market Act 2000:이하 “FSMA”)이다. “FSMA” 는 시세조종행위에 대한 형사제재 및 시장남용에(market abuse)에 대한 행정적·민사적 제재를 규정하고 있으며 엄격한 입증을 필요로 하는 기존의 형사적 제재와는 다른 구성요건을 요구한다. 영국은 시세조종행위에 대하여 “시장남용” 이라는 넓은 의미의 불공정거래 용어를 사용하고 있고 “FSMA” 제 118조 제1항에서 시장남용의 개념을 정의하고 이 조항을 통하여 FSA는 형사처벌 대상으로 되는 시세조종은 아니나 시장의 완전성을 저해할 수 있

는 행위 발생 또는 발생우려가 있는 행위⁴⁶⁾에 대하여 유통성 있는 판단을 하고 그 행위에 대하여 유지 청구, 원상회복, 과징금 부과, 위반 사실 공표 등 다양한 시장 보호 조치를 취하고 있다.

(1) FSMA 2000제 118조

FSMA 2000제 118조는 다음과 같이 규정하고 있다.

①다음과 같은 행위는 시장남용행위이다. (특정인 1인 또는 2인 이상이 연대하여 또는 공모하여 행한 행위) (i) 규정된 시장에서 거래되는 또는 거래가 허용되는 적격투자상품과 관련하여 발생하는 행위 또는 해당 시장에서 행해진 거래에 대한 허용요청과 관련하여 발생하는 행위, 그리고 (ii) 다음의 (2)내지 (8)에서 열거된 행위 유형 중 하나 또는 그 이상에 해당하는 행위 ②적격투자상품과 연관된 내부정보에 입각하여 해당 적격투자상품 또는 관련 투자상품을 거래 또는 거래를 시도하는 내부자③고용, 직업 또는 직무상 적절한 과정 이외의 타인에게 내부정보를 고지하는 내부자④앞의 ①또는 ②이외에 (i) 일반적으로 공개되지는 않았으나 시장의 일반투자자가 알게 되었을 때 적격투자상품 또는 관련 투자상품에 대한 투자판단에 영향을 끼치는 정보에 입각한 행위 (ii) 시장의 일반투자자가 판단하였을 때 시장상황에 따라 합리적으로 기대되는 행위기준에 부합되지 않을 수 있는 행위 ⑤ 하나 또는 그 이상의 적격투자상품 또는 관련 투자상품의 수요·공급·가격·가치에 영향을 미치거나 거짓 또는 오해를 유발할만한 (시장관행으로 받아들여지지 않는) 거래 또는 거래주문에 영향을 미치거나 영향을 미치는데 가담하는 행위 ⑥ 사기적 수단 또는 일체의 기타의 사기적 행태, 계락을 이용한 거래주문에 영향을 미치거나 영향을 미치는데 가담하는 행위 ⑦ 해당 정보가 거짓 또는 오해를 유발할 것이라고 알고 있는 또는 합리적으로 알 수 있을 것이라고 기대되는 자가 적격투자상품 또는 관련

46) 예컨대 시장질서를 교란하는 과도한 허수호가, 과도한 통정거래 및 가장거래, 과도한 종가 관여 등이 있다. 현의섭, 「자본시장법상 시세조종행위의 규제에 관한 연구」, 단국대학교대학원 석사학위 논문.2010.7면

투자상품에 대한 거짓 또는 오해를 유발하는 인쇄물을 제공 또는 제공하려고 하는 일체의 수단을 통한 정보유포행위 ⑧시장남용혐의가 제기된 자가 합리적으로 기대하는 행위기준에 미달하는 오해유발 또는 시장왜곡행위.

위 내용 중 ②와 ③은 내부자거래 금지 내용이고 ④부터 ⑧은 시세조종 금지 내용이다.

(2) 시세조종행위에 대한 제재

영국은 규제기구가 시장참가자에게 민사제재금을 부과하는 것이 가능하며 법원도 FSA가 신청하면 민사제재금을 부과할 수 있다. 다만 FSA가 실무를 처리함에 있어서는 민사제재금 부과조치와 형사절차⁴⁷⁾ 중 하나의 절차만을 취한다고 한다.⁴⁸⁾

시세조종행위자가 오해유발의 진술 또는 행위죄로 약식 기소된 경우 6개월 이하의 징역이나 벌금이 부과(또는 병과) 되고, 정식 기소된 경우에는 7년 이하의 징역이나 벌금이 부과(또는 병과)된다.⁴⁹⁾

시장남용체제는 FSA의 민사제재금부과 제도와 아울러 시장남용으로 인한 피해자를 위한 원상회복금 지급제도를 마련하고 있다. FSA가 직접 행위자에 대해 원상회복금지급청구를 할 수 있고 FSA가 법원에 대하여 원상회복금 지급명령을 청구할 수도 있다. 이는 손해배상제도에 있어서 인과관계 입증곤란 등으로 인하여 현실적

47) FSA가 시장남용으로 인한 제재 대신에 형사기소의 결정을 함에 있어서 고려할 수 있는 요소는 위반행위의 중대성, 피해자의 여부와 피해의 정도, 위반행위가 시장에 미치는 영향, 획득한 이득이나 회피한 손실의 정도, 위반행위의 지속 또는 반복 가능성, 행위자의 관련 형사법위반, 제재 규칙위반의 전과기록, 당해 행위에 의한 결과를 신속히, 그리고 자발적으로 제거했는지 여부, 형사기소가 원상회복금지급청구 등에 미치는 영향, 행위자의 FSA에 대한 협조여부, 위반행위가 부정과 관련되는가 여부, 단체에 의하여 행하여진 시장남용에 있어서 지배적 역할을 담당한 임직원이 존재하는지 여부, 행위자의 개인적 상황 등이 있다. ENF 15.7.2

48) 영국은 FSA에게 형사기소권을 부여하였다. 기존의 기소당국은 시세조종 범죄행위에 대한 기소권을 보유하지만 FSA의 시세조종에 대한 정보와 전문성이 기소의 효율성을 높이기 때문이다. 이로써 FSA는 민사적 제재수단과 형사적 기소권을 모두 가지게 되고 양자 중에서 선택을 할 수 있게 되었다. 정금오, 「증권거래법상 시세조종행위 규제에 관한 연구:영국의 시장남용체제를 중심으로」 서울대학교 석사학위논문, 2004, 73면

49) FSMA 2000 s.398(8)

으로 피해자가 정당한 보상을 받을 수 없는 점을 보완하여 피해자를 구제하고 시장에 대한 신뢰를 유지하는 것을 목적으로 하는 제도이다.

제3장 중국의 시세조종행위에 대한 규제현황

제1절 시세조종행위 유형 및 판단기준

1.1 연속거래 (连续交易操纵)

〈증권법〉 제 77조 1항과 50) 〈형법〉 제182조 제1항 제1호에서는 연속거래에 의한 시세조종행위를 금지하고 있으며 연속거래를 “누구든지 단독으로 또는 통모하여 자금우세, 지분우세, 정보우세를 이용하여 연합하거나 연속매매의 방식으로 증권거래 가격 또는 증권거래량을 조종하는 행위” 로 정의하고 있다. 51)

“자금우세, 지분우세, 정보우세“ 에 대하여 〈증권법〉에는 이에 대한 해석이 없지만 〈지침〉에서는 구체적으로 명시하였다.

“자금우세”란 “행위자가 증권을 매매하기 위하여 집중한 자금이 일반 투자자에 비하여 양적 우세를 갖고 있는 것”을 뜻하며 행위자가 자금우세가 있는지 여부를 판단할 때 행위자가 행위기간 동안 이용한 자금 및 해당증권 거래성사량에서 차지하는 비율, 동 시간대 시장거래 활성화정도 및 투자자의 거래참여 상황 등 요소를 종합적으로 분석하여 판단하여야 한다고 규정하고 있다.

“지분우세”란 행위자가 소지한 증권이 일반투자자들에 비해 양적으로 우세를 갖고 있는 것으로 지분우세 판단에 있어서 행위자가 행위기간 소지한 실제유통주식의 량 및 해당 주식의 실제유통주식 총량에서 차지하는 비율 및 동 기간 관련 증권의 투자자 소지상황 등 요소를 종합적으로 분석하여야 한다.

“정보우세”란 행위자가 시장의 일반투자자에 비해 목적증권 및 그와 관련된 중대한 정보를 더욱 쉽고, 빠르고, 정확하고, 안정하게 획득할 수 있는 우세를 뜻한

50) 〈증권법〉 제 77조 1항: 단독 또는 공모하여 자금우세, 지분우세 또는 정보우세를 이용하여 연합 또는 연속매매로 증권거래가격이거나 증권거래량을 조종하는 것을 금지한다.

51) 형법 182조 제1항 제 1호 : 단독으로 또는 공모하여 자금우세, 지분우세 또는 정보우세를 이용하여 연합하거나 연속매매로 증권거래가격 또는 증권거래수량을 조종하는 방법으로 시세를 조종하는 행위

다.

“연합매매”는 “2인 이상의 행위자가 특정 기간 내에 연합하여 특정 증권의 매수거나 매도에 대하여 약정하는 것”이라고 정의하고 있다. <지침> 제 20조 2항에 의하면 연합협의의 존재여부를 판단 할 때 행위자 사이에 협의 또는 약정이 있는 경우 행위자가 연합의 의도가 있었다고 판단할 수 있으며 협의 또는 약정이 없을 경우 행위자사이에 재산, 주식, 신분 등에 연관성이 있는 경우 행위자가 연합의 의도가 있다고 판단할 수 있다.

“연속매매”는 “한 거래일 내에 특정증권을 2회 이상 거래하거나 2일 거래일 사이에 특정증권을 3회 이상 거래 하는 것을 뜻 한다”고 규정하였다.

(1) 각종 우세에 대한 판단기준

증감회는 “자금우세”를 판단함에 있어서 거래액, 거래액의 시장점유율(个人成交量占市场比值) 등 지수를 참고하고⁵²⁾ “지분우세”의 판단에 있어서는 행위인이 실제로 지배하고 있는 계좌에 소지하고 있는 특정회사의 지분이 해당 회사의 유통주에서 차지하는 비율을 참고한다. ⁵³⁾ 증감회는 2015년에 최초로 정보우세를 이용한 시세조종사건을 처벌하였는데⁵⁴⁾ 현재까지 사건이 충분하지 않은 관계로 증감회가 정보우세의 이용을 판단하는 기준은 제시하기 어렵다.

각종 우세에 대한 판단 외에도 연속거래를 통한 시세조종을 판단할 때 일반적으로 행위인의 거래가 정상적인 시장가격⁵⁵⁾과 괴리가 있는 매수호가로 대량, 연속적

52) 王建森案(证监罚字【2013】40号) 증감회는 특정 시간대 매수주문과 거래량이 당일 동 계좌 및 동시기 시장총량에서 차지하는 비율 및 매수, 매도주문과 거래량 순위가 여러 차례 시장 1위를 달성한 사실은 통해 “자금우세”가 있다고 판단하였다.

53) 北方证券案(证监禁入字【2007】7号) 증감회는 통계기간, 해당 계좌의 지분 소유량이 유통주의 20%, 30% 40%를 초과한 날 수 및 해당 날 수 가 총 거래일에서 차지하는 비율을 통해 “지분우세”가 있다고 판단하였다.

54) 陈宏庆案(证监罚字【2015】43号) 증감회는 신삼판(新三板) 상장회사 동사장인 C가 본인이 파악하고 있는 회사 모든 주주의 지분소유량에 관한 정보우세 및 지분우세를 이용하여 연속거래를 통해 시세를 조종한 사건을 처벌하였다.

55) 여기서 말하는 시장가격은 시세조종행위 개시 전의 직전호가를 참고하는 경우가 많다.

으로 거래가 이루어지진 것인지를 본다. 이에 대해 고가 연속매수는 연속거래의 필수적 특징이 아니라는 견해가 있다⁵⁶⁾. 매수호가를 높이지 않고 시장에서 형성된 가격으로 매수주문을 대량 증가하는 경우에도 주가가 오를 수 있기 때문이다. 그러나 실무 중에는 시장에서 형성된 정상주가에 의거하여 연속매매를 한 경우에 시세조종으로 판단된 사건은 많지 않다. 이러한 행위는 그 목적이 시세조종인지 진실한 수요에서의 집중거래인지를 파악하기 어렵기 때문이다. 가격요건은 시세조종행위의 사기적 성질을 잘 드러내는 특징 중의 하나이지만 필수적 특징은 아니다. 유상증자를 목적으로 한 시세조종행위에 대해 고가매수의 행위가 없었지만 시세조종행위로 본 사례가 있다. 동 사건에서 각종 지수가 모두 시장평균수치에 부합되었으나 행위인이 주관적으로 시세를 조종할 목적으로 자금우세를 이용하여 대량 집중적 거래를 하였다고 판단하여 행정처벌결정을 내렸다.⁵⁷⁾

(2) 일련의 거래

<지침>은 거래의 빈번성에 대해 “하루 사이에 특정증권을 2회 또는 2회 이상 또는 2일 내에 특정증권을 3회 또는 3회이상 거래를 하는 경우”라고 규정하였다. 즉, 연속거래의 판단에 있어서 일련의 거래를 요건으로 제시하고 있다.

한국 <자본시장법>은 현실거래에 의한 시세조종행위에 대하여 미국 증권법과 일본 금상법과 달리 일련의 거래(series of transactions) 요건을 규정하지 않고 있다. 판례의 입장도 “ 176조 2항에서 ‘일련의 거래’ 요건을 요구하고 있지 않으므로 동시호가 시간대의 1회의 매도 주문 행위라 하더라도 그 행위로 인하여 시세를 변

56) 于莹, 「论以连续交易的方式操纵证券市场价格罪」, 法学家, 2002年 第6期, 83면

57) 浙江恒逸集团案(证监罚字【2014】41号) H회사 고금관리인원인 행위자가 H회사의 자금 3000만 위안을 사용하여 H회사의 주식을 집중 매입한 행위는 유상증자를 위하여 H회사의 주가를 유지 및 인상 시키려는 목적으로 자금을 집중하여 연속적으로 거래를 한 행위이다. 해당 거래의 거래액, 행위인의 지분소유비율, 거래행위가 시장가격에 대한 영향 등 지수는 모두 정상수준과 큰 괴리가 존재하지 않았지만 행위자의 행위를 종합적으로 분석한 결과 유상증자를 위해 주가를 유지 및 인상시키려는 시세조종 의도가 있다고 판단하므로 행정처벌결정을 내린다.

동시킬 개연성이 있으면 족하다고 할 것이다” 고 판시하였다.⁵⁸⁾ 시세조종은 단일 매매보다는 대부분 일련의 거래를 통하여 이루어지나 주가변동의 적극적인 행위라면 반드시 일련의 거래인 경우뿐 아니라 단일매매라도 시세조종행위로 인정될 수 있어야 할 것이다. ⁵⁹⁾

연속거래를 통한 시세조종행위와 투자목적의 단기매매 또는 단기차액을 얻기 위한 투기행위사이의 계선은 명확하지 않다.⁶⁰⁾ 따라서 시세조종의 주관목적에 대한 증명이 중요한 부분으로 되며 주관목적의 증명에 참고할 수 있는 기준은 위에서 서술한 각종 우세, 매매의 연속성 등이 있다. 그러나 매매가 시간적으로 연속성이 있는 것도 외적 표현일 뿐이고 모종의 우세가 있다고 하여 연속거래가 위법성이 존재한다고 보기는 어렵다.⁶¹⁾ 연속거래에 의한 시세조종을 판단할 때 일반적인 투자행위와 구분하기 위하여 연속적인 거래를 통해 가격을 변동시켜 투자자를 유인하여 거래를 하도록 하는 유인목적이 있는지 여부를 판단하는 것이 핵심이다.

1.2 통정매매 (约定交易操纵)

통정매매는 특정증권의 거래가격에 영향을 주려는 목적으로 타인과 통모하여 자기가 매도 또는 매수하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 유가증권을 매수 또는 매도하는 행위를 의미한다. ⁶²⁾ 통정매매의 방식은 두 가지가 있다. 하나는 자기가 매도하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 증권을 매수할 것을 사전에 통모한 후 매도하는 행위이고 다른 하나는 자기가 매수하는 것과 같은 시기에 그와 같은 가격으로 타인이 그 증권을 매도하는 것을 사전에 통모한 후 매수하는 것이다.

58) 서울중앙지방법원2011.1.28. 선고 2010고합 11판결

59) 임재연, “자본시장법과 불공정거래”, 박영사, 2014, 415면

60) 汤欣, 「操纵市场行为的界定与<证券法>的修改建议」 中国金融, 2004年, 第19期, 43면

61) 汤欣, 高海涛 「证券市场操纵行为认定研究—以行政处罚的视角」 当代法学, 2016年, 第4期 107면

62) 임재연, 전제서, 391면

〈증권법〉제 77조 제1항 2호는 통정매매에 대하여 “타인과 통모하여 사전에 약정한 일시, 가격과 방식으로 상호간 증권거래를 하여 증권거래가격이나 증권거래수량에 영향을 미치는 것”으로 정의하고 있다. 〈형법〉제 182조 제1항 제2호에서는 〈증권법〉과 동일한 내용으로 통정매매를 시세조종죄에 해당한다고 규정하고 있다. 〈증권법〉은 통정매매를 통한 시세조종에 대한 구체적인 판단기준은 제시하지 않고 있으나 〈지침〉은 그 판단기준에 대해 명시하고 있다. 〈지침〉제 24조에 의하면 “통모”는 2인 이상의 행위자가 증권시장의 조종을 목적으로 공동의 의사연락을 달성하는 것이다. “약정한 시간”은 매수주문과 매도주문이 시간상 근접하여야 하고 “약정한 가격”은 매수가 매도가가 가격상 근접하여야 하며 “약정한 방식”은 매수주문과 매도주문이 수량적으로 근접하여야 한다고 규정하였다.

시간상 근접은 꼭 동일 시간대를 뜻하는 것이 아니라 매수 및 매도주문이 유효한 시간 내에 거래행위자사이에 거래성사의 가능성이 있어야 함을 뜻하고 가격상 근접은 거래행위자의 주문이 거래성사의 가능성이 있는 가격을 뜻하고 수량상 근접은 “대략근접”을 뜻한다. 63)일본과 대만은 수량상의 근접을 요구하고 있지 않다. 한국도 마찬가지이다. 실제의 통정매매에서 주문수량이 일치하는 경우가 대부분이지만 주문자가 의도적으로 주문수량이 일치하지 않도록 주문하는 경우도 있으므로 통정매매의 요건으로서는 같은 시기와 같은 가격만 요구된다. 64)

가장매매와 비교하면 통정매매는 은폐성이 강하다. 가장매매 중 증권의 소유권이 실질적인 이전이 발생했는지 여부는 거래기록을 통해 보아낼 수 있지만 통정매매는 그렇지 못하다. 왜냐하면 가격경쟁의 증권시장에서 동종 주식을 거래하는 사람들이 많은데 “통모”의 증거가 없을 경우 통정매매는 합법적인 것으로 되기 때문이다. 통정매매와 가장매매의 차이점은 첫 번째, 가장매매는 실질적인 권리의 이전이 없으나 통정매매는 실질적인 권리의 이전이 있고 두 번째, 가장매매는 매수계좌와 매

63) 赵万一 전게서, 183면

64) 임재연, 전게서, 391면

도계좌가 같거나 다르더라도 계산주체가 동일하지만 통정매매는 손익의 귀속주체가 다르다.

1.3 가장매매(洗售操纵)

가장매매란 형식적으로는 거래의 외관을 갖추고 있으나 실질적으로는 권리의 이전을 목적으로 하지 않는 거래를 말한다.⁶⁵⁾ <증권법> 제77조 제1항 제3호는 “행위자가 자신이 실질적으로 통제하는 계좌들 사이에서 증권거래를 진행하여 증권거래 가격이나 증권거래수량에 영향을 미치는 방법으로 시세를 조종하는 것을 금지한다”고 규정하였고 <형법> 제182조 제1항 제3호는 “자신이 실질적으로 통제하는 계좌들 사이에 증권거래를 진행하여 증권의 소유권을 이전하지 않는 가장매매의 방식으로 증권거래가격이나 증권거래수량에 영향을 미치는 방법으로 시세를 조종하는 행위는 시세조종죄에 해당한다”고 규정하고 있다.

“자신이 실제로 통제하고 있는 계좌”에 대하여 <지침>에서는 행위자가 계좌의 명의자 또는 명의자가 아니지만 투자관계, 협의서 또는 기타 방식을 통하여 실제로 관리, 사용 또는 처분할 수 있는 계좌로 규정하였다. 동 조항의 해석에 있어서 미국의 “실질소유권자”의 개념을 참고하여 자신의 명의로 소지하고 있는 증권이 아니지만 자신의 자금으로 매입한 증권이 자신의 통제 하에 있고 동 증권의 손익을 자신이 부담하는 경우 실제로 통제하고 있는 계좌로 해석할 수 있다는 견해도 있다.⁶⁶⁾

1.4 허위표시행위(虛惑交易)

65) 한국증권법학회, “자본시장법주석서”, 박영사, 2009년 제908면

66) 赵万一, 전게서 181면

〈지침〉 제31조는 허위표시로 인한 시세조종행위에 대하여 “행위자가 고의로 허위적이거나 정확하지 않거나 또는 확정되지 않은 중대한 정보를 이용하여 투자자로 하여금 진실을 모르는 상황에서 투자결정을 하도록 유인하여 증권거래가격 또는 증권거래량에 영향을 미쳐 시장가격에 변동이 생겨 경제적인 이익을 획득하려는 행위” 라고 정의하고 있다.

〈지침〉 제33조에 의하면 “중대한 정보”에는 「증권법」 제 65조, 제66조, 제67조, 제75조에서 언급되는 중간보고⁶⁷⁾ (中期报告), 연도보고, 중대사건과 내부정보, 증권시장에 중대한 영향이 있는 경제정책, 금융정책, 증권거래정보, 투자자 또는 증권경영기관의(证券经营机构) 정보 등이 포함된다.

실무에서 허위표시행위는 시세조종관련 조항이 아닌 〈증권법〉 제78조⁶⁸⁾ 허위정보유포관련 규정에 의해 규제되고 있으며⁶⁹⁾ 증감회가 〈지침〉 제31조의 허위표시행위로 판단하고 처벌한 사건은 지금까지 한건도 없다. 이에 대해 일부 학자들은 허위정보유포행위와 시세조종행위인 허위표시행위는 엄격히 구분하여야 한다고 주장한다⁷⁰⁾. 그 원인으로는 〈증권법〉 제78조가 규제하고 있는 허위정보유포행위는 매체업종에 종사하는 인원 이거나 국가공무원 등 특정주체에 한정되어 적용되지만 허위표시행위는 그 적용대상이 일반주체이고, 허위정보유포행위는 증권시장의 질서에 대한 교란결과를 초래하면 처벌 가능하지만 허위표시행위는 허위정보를 유포하여 증

67) 중간보고(中期报告)는 상장회사가 매 회계연도의 앞 6개월이 지난 뒤 60일 내에 공개하는 재무 보고를 말한다. 이는 상장회사가 해마다 의무적으로 공개하는 문서로서 상반기 회사의 영업성과와 재무상황을 표현한다.

68) 〈증권법〉 78조: 국가공무원, 매체종사인원 및 관련인원이 허위정보를 제조하고 유포하여 증권시장의 질서를 교란하는 행위를 금지한다. 증권거래소, 증권회사, 증권등기결제기관, 증권업협회, 증권감독관리기관 및 그 임직원이 증권거래 중에 허위정보를 공시하거나 오해를 유발시키는 정보를 유포하는 것을 금지한다.

69) 王之所案(证监罚字[2015]20号): 행위인은 “湖南发展” 회사의 주식 6만주를 매입한 후 주가를 상승시킬 목적으로 온라인 증권관련 사이트에 “湖南发展” 이 “财富证券”을 인수 한다”는 허위정보를 유포하였다. 허위정보 유포한 뒤 3일 동안 “湖南发展”의 주가의 상승폭도는 26.4%에 달하였고 동시간대 심천(深圳) 증권거래소 주가지수 상승폭도는 0.4%였다. 이에 행위인은 보유하고 있던 주식을 매도하고 시세차익을 얻었다. 증감회는 행위인의 해당 행위를 〈증권법〉 제78조에 대한 위반으로 판단하고 처벌하였다.

70) 汤欣, 高海涛, 전계논문, 117면

권가격에 영향을 줄 주관적 의도가 있을 것을 요구하기 때문이다.

1.5 선행거래(抢帽子交易操纵)

〈지침〉 제35조 제1항에 의하면 선행거래는 증권회사, 증권자문기관, 전문중개기관 및 그의 임직원이 관련 증권을 소지한 후 그의 발행인, 상장회사에 대하여 공개적으로 평가, 예측 또는 투자권유를 하여 예측된 시장변동을 통해 경제적 이익을 획득 하는 행위이다. 선행거래의 거래태양은 증권매입-추천-반대거래(反向交易)로 나타나고 행위자가 조종 목적증권을 소지하고 있음을 공개하지 않으면 초보적으로 선행거래를 통한 시세조종으로 인정된다.

(1) 주식 추천 주체와 영향력

〈지침〉의 규정을 보면 선행거래의 행위주체를 증권회사, 증권자문기관, 전문중개기관 및 그 임직원으로 한정하고 있다. 증감회가 지금까지 처벌한 사례들도 불법행위주체는 주로 증권자문기관, 증권회사의 증권투자자문자격증을 소지하고 있는 전문직원들로 이루어졌다. 현행규범은 선행거래의 행위자를 특수신분의 주체로 인식하고 있다. 그러나 몇 개의 특수한 사례에서 증감회는 선행거래의 행위주체를 판단함에 있어서 신분특징에 근거한 것이 아닌 주식에 대한 추천이 투자자들의 거래에 얼마만큼의 영향력을 행사할 수 있는지 여부가 중요하다. 유명한 전문기관은 공개된 매체를 통해 주식을 추천하기에 사회적 관심도가 높고 투자자의 투자결정에 영향을 주기 쉽다. 그러나 〈지침〉에서 규정한 특수행위주체의 범주에 속하지 않지만 증권투자 업계에서 유명한 분석가로서 인지도 또는 그의 예측보고서에 대한 신뢰가 형성되어 있는 행위자는 특정된 기관고객이거나 개인고객에게 연구보고를 제공하여 그들의 투자결정에 영향을 줄 수 있으며 이러한 정보의 영향을 받은 기관이 하는 투자결정은 시장의 공급과 수요를 크게 변동시킬 수 있다. 증감회는 이러한 경우를

시세조종행위로 판단하였다⁷¹⁾. 현행 <증권법> 제77조는 시세조종행위의 주체에 대하여 “모든 사람”으로 규정하였는바 특정주체에 대해 한정하지 않았다. 투자자의 판단력이 결여하고 투기성이 강하며 위험의식이 충분하지 않은 중국시장환경에서 “매체인”, “주식투자달인”, “유명투자가” 또는 “주식평론가” 등 비전문기관에 소속된 사람들이 TV 또는 인터넷 플랫폼을 이용하여 투자보고들도 투자자의 투자결정에 상당한 영향을 줄 것으로 생각된다. 현행규범은 단순히 행위인의 영향력을 특정 신분과 연관을 지었지만 사실상 이러한 신분조건은 주식추천에 대한 영향력을 추정하는 요소이다. 행위자를 특정신분으로 한정 지으면 감독기관이 행위주체의 주식추천 영향력에 대한 증명책임을 완화할 수 있지만 일부 특정 신분을 소유하지 않은 행위인들이 법적 제재로부터 도피하는 것을 막을 수 없다. 따라서 수정 중에 있는 <증권법개정초안>에서는 이러한 신분에 대한 요구를 삭제하고 영향력이 있는 추천행위와 거래를 통한 이익획득의 연동성에 대해 강조하고 있다고 한다⁷²⁾.

(2) 정보의 오도성

선행거래의 핵심은 투자자의 투자를 유인하는 주식추천정보를 제공하는 것이다. 선행거래와 허위표시의 차이는 허위표시에서 사용되는 정보는 거짓되거나 정확하지 않고, 부분적이거나 확정적이지 않은 정보인 반면 선행거래에 사용되는 정보는 행위자가 공개적으로 목적주식에 대하여 평가, 예측 또는 건의를 하는 것으로서 객관 사실에 부합될 수도 있고 사실상 과장되고 심지어 거짓된 정보일 수도 있다. 선행거래에 있어서 중요한 것은 정보의 진실성이 아닌 정보의 영향력인 것이다.

(3) 위법성에 대한 검토

선행거래의 위법성에 대한 논의에서 일부 학자는 이익충돌정보에 대해 공개할 의

71) 叶志刚사건 (证监罚字【2012】2号)

72) 汤欣, 高海涛 전게논문, 114면

무가 있는 전문가들이 이익충돌정보가 공개되지 않은 주식추천정보를 공개하는 것을 통해 투자자들이 행위자의 예상대로 자원을 배치하도록 하는 행위이며 이런 행위는 전문기관 임직원들이 투자자들과 이익충돌이 있는 경제관계를 기만한 것으로서 규제를 가해야 한다고 주장 한다⁷³⁾.

진실된 이익충돌에 대한 정보를 공개하지 않는 것은 추천정보의 진실성과 추천행위의 중립성을 파괴하며 나아가 추천인이 개인의 이익을 위하여 편향성이 있는 심지어 허위적인 평가정보를 공개하여 투자자의 손실을 유발할 수 있다. <지침> 제35조⁷⁴⁾에서도 행위자가 본인의 주식매수행위를 공개한 경우는 선행거래로 판단하지 않는다고 규정하고 있으므로 선행거래에 대한 판단과 관련정보의 공개 사이에는 내적 연관이 있음을 보아낼 수 있다.

지분소유상황을 공개하지 않은 전제하에서 주식을 추천하고 다시 본인이 소유하고 있는 주식을 매도하는 행위는 투자자를 유인하여 주식거래를 진행하여 가격파동을 형성하고 가격파동을 통해 자신의 이익을 획득하려는 목적이 있음을 보아낼 수 있다. 이 과정에서 행위자는 주관목적을 달성하기 위하여 필연적으로 자신의 주식거래행위 배후에 있는 이익충돌을 기만해야 할 것이다. 즉, 행위자는 자신의 주식소유정보를 공개하지 않는다. 선행거래의 위법성이 바로 여기에 있다. 독일법원은 독일 내 첫 선행거래사건에 대한 판결에서 행위자가 투자건의를 하고 기타투자자가 본인이 기대하는 거래행위를 하도록 유인하는 행위는 시세에 영향을 주려는 의도가 있기에 시세조종행위에 해당한다고 판시하였다.⁷⁵⁾

1.6 허수성 호가

73) 谢杰, 「市场操纵犯罪的机理与规制-法律与经济分析」, 华东政法大学博士学位论文, 2014年, 98-101면

74) <지침> 제35조 제2항: 상술한 기관 및 그 임직원이 법률, 행정법규, 또는 관련업무규칙에 근거하여 주식거래계획에 대해 미리 공개를 하였을 경우는 선행거래로 보지 않는다.

75) jahresbericht 2003.s.191 독일연방금융감독청사이트 참조 <http://www.bafin.de>

허수성 호가는 매수 또는 매도인이 물량이 많은 것처럼 보이기 위하여 매매를 할 의사가 없이 하는 일련의 주문행위이다. 허수주문은 실제로 매수 또는 매도의사가 없기에 매수 또는 매도주문을 낸 후 체결되기 전에 주문을 취소하는 방식으로 진행된다. 「지침」 제39조는 허수성 호가행위를 “행위자가 증권을 보유 또는 매매를 함에 있어서 거래를 성사시킬 목적이 없이 빈번하게 주문한 후 주문을 취소하여 기타 투자자를 오인시켜 증권거래량과 거래가격에 영향을 주는 것” 이라고 정의하였다.

“빈번한 주문의 취소” 에 대하여 <지침> 제39조는 행위자가 동일한 거래일 내에 동일한 증권의 유효한 가격경쟁 범위에서 연속 3번이상 주문한 하고 취소하는 행위라고 규정하고 있다.

“거래를 성사시킬 목적이 없는 것” 에 대하여 <지침>은 판단기준을 제시하지 않고 매도주문을 낸 후 취소하는 현상에 대하여 규정하고 있기에 주문에 대한 취소는 거래를 성사시킬 목적이 없음을 판단하는 중요한 척도로 되었다. 그러나 정상적인 투자행위도 전에 한 매수주문이 경쟁력이 없음으로 인하여 주문을 취소하거나 매수 주문을 내린 후 투자계획의 변동으로 인해 주문을 취소해야 하는 상황이 있을 수 있다. 따라서 어떻게 이러한 정상적인 취소와 시세조종의도가 있는 허수성 호가를 구분할 것인지가 문제로 된다. 허수성 호가의 판단은 체결의사의 부재에 달려 있지만 이는 내심의 의사이므로 매매양태를 통해 추정하여야 하며 행위자는 반증을 통해 항변할 수 있다. 매매양태를 판단기준으로 하는 동시에 매매체결 가능성과 체결 회피 의도성이 있는지 여부를 궁극적인 판단기준으로 하여야 한다⁷⁶⁾.

증감회는 아래와 같은 3가지 양상이 있는 경우 거래를 성사시킬 목적이 없다고 판단하고 있다.

76) 엄세용, 「허수성 호가에 대한 시세조종과 교란행위 규제의 평가」, 증권법연구, 2017제 18권 2호 214면

(1) 빈번한 매수주문의 취소

증감회는 계좌를 통한 매수주문과 취소주문사이의 시간을 통계 후 매수주문의 유지기간이 짧고 주문이 빈번할수록 거래목적이 없다고 판단하고 있다. 그러나 거래의 빈번성은 거래의 목적이 없음을 추정할 수 있는 하나의 근거로서 특정한 횟수를 정하여 규제할 필요는 없다고 생각된다. 증감회의 처벌결정을 보면 주문의 회수를 강조하지 아니하고 거래 당시 증권종류와 거래 활성화정도 및 시장상황을 종합적으로 분석하여 판단하고 있다. 행위인이 주문을 취소하지 않아도 거래가 성사되지 않는 목적이 실현될 수 있는 상황, 즉, 주가가 상한가를 시현하고 있을 때 상한가로 대량의 매수주문을 내어 상한가가 지속되도록 하여 상한가가 익일에도 이어지도록 하는 수법에 대하여 증감회는 행위인이 거래를 성사시킬 목적이 없이 투자자를 유인할 목적으로 시세조종행위를 행하였음을 인정하였다.⁷⁷⁾ 이러한 사례는 빈번한 주문취소가 허수주문의 필수적 구성요건이 아님을 보여주고 있다.

(2) 괴리가 큰 매수주문가격

허수성 호가는 일반적으로 현재 시장가에서 괴리가 큰 가격으로 호가를 제출한다. 보통 시가보다 낮은 가격으로 주문을 내어 매매가 체결 가능성이 없게 하면서 매수잔량이 많게 보여 해당 주식의 시장수요량이 많은 듯 일반투자자들을 기만한다.

이러한 거래양태는 참고기준으로 될 수 있지만 허수성 호가의 매매체결의사 부재의 판단은 궁극적으로 매매체결 가능성과 회피 의도성을 분석하여야 한다. 한국 대법원은 주가의 변동폭도가 큰 상황에서 허수매수주문이 고가매수주문과 함께 제출되어 주가가 상승세였더라도 반드시 매수할 물량은 고가에 매수하면서 가격 급락시 저가에 대량 매수할 의도를 가지고 허수주문을 한 행위에 대하여 시세조종으로 인정하지 않았고⁷⁸⁾ 시가와 괴리가 있는 주문이지만 시장상황에 따라 얼마든지 순간

77) 王建森 사건 (证监罚字【2013】40号) 徐国新 사건 (证监罚字【2011】18号)

적으로 체결될 가능성이 있어서 비록 단기간 내에 취소할 의도였을 지라도 대량의 허수주문을 하는 데는 주문자 자신도 상당한 위험부담을 하게 되는 사건에 대해서는 허수주문으로 보지 않았다.⁷⁹⁾

허수성 호가를 판단할 때 호가의 객관적 양태는 허수성 호가에 해당하거나 그에 근접하더라도 그러한 호가를 제출하게 된 시장상황이나 해당주문의 특별한 동기가 인정된 경우에는 시세조종으로 인정되지 말아야 한다. 따라서 거래를 성사시킬 목적이 없는 것에 대해 호가 양태, 시장상황 및 당사자의 항변사유 등을 전체적으로 고려하여 판단해야 할 것이다.

1.7 특정시간대의 가격조종(特定时间的价格操纵)

〈지침〉 제41조에 의하면 특정시간대의 가격조종행위는 행위자가 관련증권의 참고가격, 결산가격, 참고가치를 계산하는 시간대에 가격의 상승, 하락 또는 고정행위를 함으로써 해당 증권에 참고가격, 결산가격, 참고가치에 영향을 주는 행위이다.

주식의 당일 종가는 폐장 후 장외거래, 대량거래, 상장회사 시가, 익일 상한가 및 하한가, 인수합병 및 신주발행 시 주식 가격 등을 계산하는 근거로 될 수 있다.⁸⁰⁾ 해당 사례로 행위자가 주가가 하락하고 있는 상황에서 보다 높은 가격으로 보유하고 있던 주식을 매도하기 위하여 장 종료 전 10분 내에 연속적으로 고가 매수주문을 내어 종가가 상승시켰고 종가형성기간의 주가 등락폭도가 5.72%까지 도달하였으며 이로 인하여 익일 하한가가 0.39% 상승하였다. 익일 행위인은 시세조종행위로 상승한 하한가에 주식을 매도함으로써 521만 위안의 이득을 보았다. 동 사건에 대하여 증감회는 특정시간대 (종가) 의 가격조종행위로 판단하고 행정처벌을 내렸

78) 서울고등법원 2009.3.19. 선고 2008노2314판결

79) 대법원 2008.12.11. 선고2006도2718판결

80) 范利民, 唐箐箐 「收盘价交易机制的国际比较: 特点, 趋势与启示」 当代经济管理, 2007年 第6期 118면

다.⁸¹⁾

제2절 시세조종행위에 대한 제재

2.1 형사제재

(1) 증권·선물 시세조종죄 발전연혁

중국에서 처음으로 시세조종행위에 대하여 형사적 제재를 가하기 시작한 것은 1997년 <형법> 제182조에서 “증권가격조종죄(操纵证券交易价格罪)”를 규정한 뒤로 부터였다. 본 조항은 연속거래, 통정매매, 가장매매 등 세 가지 시세조종수단을 열거하고 마지막에 “기타방법으로 시세를 조종하는 경우”라는 문구를 추가하였다. 1998년 통과한 <증권법> 제71조는 <형법> 제182조가 규정한 몇 가지 시세조종행위를 시장이 금지하는 거래행위로 규정하고 동법 184조는 182조의 내용을 위반한 경우에 대한 형사책임을 규정하였다. 2006년 <형법개정안(6) (刑罚修订案(六))>은 1997년 <형법>제 182조의 내용에 대하여 약간의 수정을 하였다. 죄명을 “증권가격조종죄(操纵证券交易价格罪)”로부터 “증권·선물 시세조종죄(证券·期货市场操纵罪)”로 수정하였고 시세조종죄의 수단도 <증권법>과 일치하게 수정하였다. 그 구체적인 내용은 아래와 같다.

<형법> 제182조: 아래와 같은 수단을 통해 증권·선물시장을 조종하여 엄중한 경우(情节严重), 5년 이하 징역과 벌금을 병과하거나 단독으로 벌금형에 처한다. 특별히 엄중한 경우, 5년 이상 10년 이하의 징역에 처하고 벌금을 병과한다. ①단독 또는 공모하여 자금우세, 지분우세, 정보우세를 이용하여 연합하거나 연속적으로 거래함으로써 증권·선물의 가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ②타인과 통모하여 사전에 약속한 시간, 가격 또는 방식으로 서로 증권·선물거래를 하여 증권·선물 가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ③자신이 실제로 지배하고 있는 계좌사이에서

81) 新理益集团案 (证监罚字 【2001】 44호)

증권거래를 하거나 자신을 거래상대로 하여 선물계약(期貨合約)를 매매하여 증권·선물가격 또는 거래량을 조종하는 경우④기타 방법으로 증권시장을 조종하는 경우. 법인이(法人) 상술한 죄를 범한 경우 법인에 벌금을 부과하는 동시에 직접책임자 또는 기타 직접책임인원에게는 위 조항의 내용대로 처벌한다.

(2) 시세조종 금지의 형법적 보호법익

시세조종 금지의 보호법익에 대하여 대륙법계는 “국민경제의 운영과 투자자의 보호”, “증권시장 보호”, “투자자의 경제적 이익보호” 등 다양한 관점이 존재한다.⁸²⁾ 중국 형법학계에서는 범죄객체에 입각하여 논의를 하여왔는데 주요하게 두 가지 의견이 존재한다. 하나는 시세조종죄의 객체는 선물, 증권시장의 정상적인 질서, 해당업종의 시장경쟁시스템 및 증권시장의 정상적인 작동이라는 의견이고 다른 하나는 투자자의 합법적인 법익이라는 것이다. 학계의 통설로 되는 관점은 시세조종죄가 침범한 법익은 선물·증권시장의 정상적인 질서이다.⁸³⁾

(3) 형사제재 실천현황

가. 쉬샹사건 (徐翔案)

①사건경과

쉬샹사건은 중국에서 처음으로 정보우세를 이용한 연속거래로 인해 형사처벌을 받은 사건이다. 2010년부터 2015년 사이 쉬샹은 단독 또는 공모하여 13개 상장회사의 동사 및 실제지배인과 통모하여 상장회사가 주식분할계획을 발표하는 시기를 통제 후 대량거래를 통해 통모한 주주들의 주식을 매입하고 이와 동시에 유통시장에서는 본인이 관리하고 있는 펀드와 본인이 지배하고 있는 기타 계좌를 이용하여 목적회사의 주식을 대상으로 연속거래를 하여 주가를 상승시켰다. 상승된 주가로

82) 陈建旭, “证券犯罪之规范理论与界限”, 法律出版社, 2006年版 第182면

83) 刘贤权, “证券欺诈犯罪理论与处罚”, 知识产权出版社, 2005年版, 第435면

일반투자자들의 거래를 유인한 후 쉬샹은 목적회사 주주들로부터 전에 대량거래를 통해 매입한 주식을 유통시장에서 매도하여 그 차액을 통모한 주주들과 나누었다.

84)

구체적으로 2014년 9월 29일 쉬샹은 본인이 관리하고 있는 펀드 “X”를 이용한 대량거래를 통해 “M” 회사의 주식 5%를 매입하고 다음날 이를 공고하였다. 6개월 뒤인 2015년 4월 1일 “M” 회사는 2:1의 주식분할계획과 투자자에게 유리한 이익배당방식을 발표하였다. 주식분할계획은 보통 주가의 상승을 초래하며 쉬샹이 관리하는 펀드는 수익률이 좋다는 입소문이 이미 시장에서 돌고 있었기에 “X” 펀드의 5% 주식 매입 또한 주가의 상승에 힘을 불어넣었다. “M” 회사의 주식분할계획과 이익배당계획의 발표 시기에 대해 쉬샹과 회사 지배자가 특별히 통모한 것임을 알 수 있는 것은 중국 <증권법>은 5%이상의 회사 주식을 보유한 주주가 6개월 내에 해당 주식을 매매하는 것을 금지하기 때문이다. 이들은 마침 쉬샹이 5%주식을 매입하고 다시 매도할 수 있는 시기인 6개월 뒤에 주가가 상승할 수 있도록 주가상승에 유리한 소식의 발표 시기를 통제한 것이다. 쉬샹은 또 이와 같은 방식으로 “W” 회사의 주주와 통모하여 본인 친족의 명의로 된 계좌를 이용하여 “W” 회사의 주식 14.88%를 매입한 후 “W” 회사가 주식분할계획과 투자자에게 유리한 이익배당계획을 발표하도록 하였다. 이어 쉬샹은 유통시장에서 위 호재성 정보 발표 전 후에 맞추어 본인이 관리하고 있던 펀드의 자금을 이용하여 시장가격보다 높은 가격에 대량의 매수주문을 내고 자신이 지배하고 있는 기타 계좌를 이용하여 해당 주식을 매도하는 연속거래행위를 하였다. 이러한 행위를 통해 주가가 상승한 후 쉬샹과 공모한 기타 주주들은 고가에 주식을 매도하고 차익을 얻었는데 이렇게 시세조종행위를 한 목적 주식은 13개였고 위법소득은 93.37억 위안이었다.

②법원의 판단

84) 중감회처벌결정서[2017]29호(证监会处罚决定书【2017】29号)

칭도우(靑島) 중급인민법원은 쉬샹이 불법이익을 획득하기 위하여 타인과 공모하여 정보우세를 이용하여 연속거래를 하였고 증권의 거래가격과 거래량에 영향을 주었기에 시세조종죄를 구성하였다고 판시하였으며 징역 5년6개월 및 벌금 110억 위안을 처하였다.⁸⁵⁾

③판례평석

상술한 사건에서 쉬샹의 시세조종행위는 내부자거래와 매우 유사하다. 그러나 차이점은 내부자거래에서 행위자는 상장회사의 진실된 미공개정보를 이용하여 주식을 매입하고 정보가 공개된 후 고가에 매도하여 차익을 얻는 행위인 반면 쉬샹 및 그와 공모한 주주들의 행위는 정보가 공개되는 시기에 초점을 두고 시가에 영향을 주기 위하여 허위정보, 진실된 정보를 막론하고 무조건 호재성 정보를 공개한 것이다. 칭도우중급인민법원은 쉬샹의 시세조종행위를 정보우세를 이용한 연속거래행위로 판단하였다. 이에 대하여 학계는 다른 의견이 존재한다. 일부 학자는 이를 연속거래행위에 귀결시킬 것이 아니라 정보형 시세조종행위⁸⁶⁾로서 <증권법> 77조에서 열거한 3가지 시세조종행위 중 어디에도 속하지 않으며 포괄적 일반조항을 적용하여 판단하여야 한다고 주장하고 있다.⁸⁷⁾ 그 이유는 아래와 같다.

첫번째, 쉬샹의 시세조종행위에서 조종목적주식의 주가상승에 유리한 정보의 공개시점을 통제하는 것이 그의 시세조종행위의 주요수단이고 그 후 유통시장에서의 연속거래행위는 부수적인 수단이라는 것이다.⁸⁸⁾ 가령 정보의 공개시점에 대한 통제가 없었다면 단순한 단기간의 연속거래만으로 본 사건에서 보여주는 상승된 주가가

85) 중국증권업협회처분 (2017)2호 (中国基金业协会处分 (2017) 2号) 본 사건 판결내용은 법원에 의해 공개되지 않았기에 관련보도내용에서 절취하였다.

86) 정보형 시세조종행위의 위법성은 정보의 허위성이거나 오도성 또는 정보는 진실하나 행위인이 정보공개의 시점을 통제하여 정보의 공개가 시세조종의 수단이 되는 데 있다. 夏中宝, 「徐翔操纵市场案中的法律与证据问题研究」, 证券法苑, 2017年 第20卷 29면

87) 夏中宝, 「徐翔操纵市场案中的法律与证据问题研究」, 证券法苑, 2017年 第20卷 27면

88) 쉬샹이 유통시장에서 연속거래를 한 것은 정보형 시세조종행위에서의 부수적 수단이며 필수적 수단이 아니다. 그러나 중국의 증권시장특성상 시세조종 행위자는 일반적으로 정보를 이용한 조종에 유통시장에서의 연속거래행위를 결합하여 주가의 효과적인 상승을 유도한다.

장기간 유지되는 현상을 보일 수 없었을 것이다. 또한 제 77조 제1항에서 규정하고 있는 연속거래는 자금우세를 이용한 연속거래든, 지분우세를 이용한 연속거래든 모두 해당 우세가 시세조종행위를 구성하는 것이 아닌 우세를 이용한 연속거래행위가 증권의 가격에 영향을 주는 요소이다.⁸⁹⁾ 따라서 정보우세를 이용한 시세조종도 정보우세의 이용이 아닌 정보우세를 이용한 연속거래가 시세조종의 주요수단이 되어야 하는 것인데 본 사건은 그렇지 않다.

두 번째, 본 사건의 시세조종행위를 연속거래형 시세조종행위로 분류할 경우 기소요건의 문제가 존재한다. <공안기관 관할의 형사사건입건과 기소기준에 대한 규정(2)(关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准(二)) 제39조 제1항은 연속거래에 의한 시세조종행위의 기소기준에 대한 규정인바 “단독 또는 타인과 통모하여 소유하거나 실제로 지배하고 있는 증권이 증권시장에서 유통되고 있는 해당 증권의 총 유통주의 30%이상을 차지하는 동시에 해당 증권에 대한 연속 20일 동안의 누적 거래량이 해당 주식의 같은 시간동안 총 거래량의 30%를 차지하는 경우 ” 의 규정하고 있다. 본 사건에서 위상이 유통시장에서 거래한 주식의 거래량은 39조 1항의 기소기준에 도달하지 못하였다. 따라서 거래유형을 엄격하게 연속거래로 규정지으면 기소기준에 도달하지 못할 것이다. 한편 <공안기관 관할의 형사사건입건과 기소기준에 대한 규정(2)(关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准(二)) 제39조 제6항은 “상장회사의 동사, 감사, 고급관리인원, 실제지배인, 지배주주 또는 기타 관련자가 단독 또는 공모하여 정보우세를 이용하여 해당 회사의 증권거래가격 또는 증권거래량을 조종하는 경우” 를 정보형 시세조종행위의 기소기준으로 정하고 있다. 본 사건 시세조종행위를 정보형 시세조종행위로 분류할 경우 거래량 기준의 제한을 받지 않게 된다.

생각건대 본 사건 시세조종행위는 정보우세를 이용한 연속거래행위가 아닌 정보형 시세조종행위로서 <증권법> 제77조 제4항, 및 <형법> 제187조 제4항 포괄적 일

89) 谢杰,“操纵资本市场犯罪刑法規制研究”, 上海人民出版社 2013年版, 제140면

반조항에 근거하여 처벌하는 것이 마땅하다.

나. 주웨이밍 사건 (朱炜明案)

① 사건경과

주웨이밍은 증권회사国开证券의 펀드매니저인 동시에 상해제1채널금융경제(上海第一频道金融财经节目) 프로그램 <谈股论金>의 특별초청 전문가였다. 2013년 2월 1일부터 2014년 8월 26일 사이 주웨이밍은 펀드매니저로 활동하면서 <谈股论金>프로그램이 방영되기 전 본인의 부친 및 기타 인원의 계좌 3개를 이용하여 “利源精制”, “万马股份” 등 15개 주식을 매입한 후 <谈股论金> 프로그램에서 자신이 며칠 전 매입한 주식을 공개적으로 평가하고 예측하고 추천하였다. 프로그램이 방영된 후 “利源精制”를 제외한 기타 14개 주식의 주가는 모두 상승하였고 최고 상승 폭도는 0.37%부터 10.04% 까지 상이했다. 15개 주식의 거래량은 프로그램 방영 전 5일 거래일의 평균거래량의 109.60%부터 704.41%까지 도달하였다. 주가가 상승한 며칠 사이에 주웨이밍은 종전에 타인의 계좌를 이용하여 매입한 주식을 모두 매도하였다. 본 사건에서 주식매입거래액은 2094.22만 위안, 매도거래액은 2169.70 위안으로서 행위인 주웨이밍은 총 75.48만 위안의 부당이득을 취득하였다.

② 법원의 판단

법원은⁹⁰⁾ “피고인 주웨이밍은 증권회사의 직원으로서 관련 규정⁹¹⁾을 위반한 주식 거래를 하였으며 공개적인 평가, 예측 또는 투자건의를 통해 불법거래에서 약 75만 위안의 부당이득을 획득하였기에 증권시세조종죄를 구성하였다. 따라서 5년 이하의 징역을 처하고 벌금을 병과 하여야 한다. 그러나 피고인 주웨이밍이 사건심리기간

90) 상해시제1중급인민법원형사판결 上海市第一中级人民法院刑事判决书 (2017) 沪01刑初49号

91) <증권법> 제 43조: 증권거래소, 증권회사와 증권등기결제산기구(证券登记结算机构)의 임직원, 증권감독관리기관의 직원 및 법률과 행정법규에서 규정한 주식거래금지대상인 기타 인원은 임기 내 또는 법정기한 내에 직접 또는 차명을 통해 주식을 거래하거나 타인으로부터 뇌물을 받는 것을 금지한다.

에 자백하고 모든 부당이득을 반납한 점을 참작하여 11개월의 징역과 76만 위안의 벌금을 처한다.” 고 판시하였다.

③ 판례평석

주웨이밍사건은 2018년 최고인민검찰원에 의해 지도성사례⁹²⁾로 선정되었다. 본 사건 심리과정 중 피고인 주웨이밍이 거래를 진행한 타인명의의 계좌가 실제로 피고인의 지배하에 있는 계좌가 맞는지, 그리고 피고인이 TV프로그램에서 특정 주식을 평가한 행위는 “공개적으로 주식을 추천하는 행위”에 해당하는지 여부가 중점으로 다투어졌다. 피고인은 <谈股论金>프로그램에서 15개 주식에 대하여 주식의 이름을 거론하거나 어떤 주식인지 식별할 수 있을 정도로 설명을 진행하고, 해당 주식의 K선도를 보여주었다. 법원은 이러한 행위들은 “공개적으로 주식을 추천한” 것에 해당한다고 판단하였다. 피고인이 실제로 지배하고 있는 계좌에 대하여 법원은 계좌등록 IP주소⁹³⁾와 사건관련계좌와 피고인 명의의 계좌사이에 자금 왕래가 빈번한 점⁹⁴⁾을 통해 3개의 계좌는 실제로 피고인의 지배하에 있다고 판단하였다.

위 사건을 통해 최고인민검찰원은 선행거래에 대한 판단기준을 보다 명확히 하였다. 최고인민검찰원은 선행거래를 “증권회사, 증권자문기관, 증권중개기관 및 그 임직원이 주식을 매입한 후 해당 주식 또는 그 발행인 및 상장회사에 대하여 공개적으로 평가, 예측 및 투자건의를 하여 시장가격의 파동을 통해 이익을 획득하려는 행위”로 해석하였다⁹⁵⁾ 행위의 주체가 특수주체인지 아니면 일반주체인지는 서로 다른 의견이 존재한다. 이 부분은 앞서 선행거래행위에 대한 개념 부분에서 논의되었으므로 여기서는 언급하지 않도록 하겠다. 행위의 주관적 의도에 대하여 행위자

92) 최고인민검찰원의 제10차 지도성사례 (最高人民检察院第10批指导性案例)

93) 사건관련 계좌들이 등록된 IP주소는 모두 피고인의 소재지와 일치하였으며 2014 7월 17일, 18일 피고인은 출장차 重庆에 있었는데 3개 중 한 개 계좌의 IP주소 등록지역도 마침 충칭(重庆)이었다.

94) 사건관련계좌들의 일부 초기자금은 주웨이밍명의의 계좌로부터 온 것이고 사건관련계좌로부터 이체된 자금은 일부 주웨이밍명의의 계좌로 입금되었고 주웨이밍에 의해 소비되었다.

95) 第10批指导性案例“朱炜明操纵证券市场案”(检例第39号)

의 주식에 대한 평가, 예측 및 추천행위가 투자자의 투자를 유인할 의도가 있는지 보아야 한다. 관련 예시로 증감회는 叶志刚案 사건에서 행위자의 주식연구보고서에 사건관련 주식에 대하여 구매추천등급을 제시하지 않은 행위는 투자자를 유인하여 투자하게 하고자 하는 의도가 선명하게 드러나지 않는 행위로서 시세조종행위에 해당하지 않는다고 판단한 바 있다⁹⁶⁾.

증감회의 첫 번째 선행거래행위에 대한 처벌사건인 叶志刚案 사건과 주웨이밍사건은 모두 감독당국이 발견한 것이 아닌 일반투자자의 제보로 조사가 개시되었다. 앞으로 일반투자자와 관련인원들에 대한 교육을 강화하여 불법행위를 적극 제보할 수 있도록 격려하는 것도 이러한 불법행위의 효과적인 단속에 필요할 것으로 생각된다.

다. 伊世顿 선물시장 시세조종사건

① 사건경과

伊世顿 회사(이하 y 회사)의 주가지수선물에 대한 시세조종사건은 중국에서 처음으로 선물시장 시세조종으로 인해 형사처벌을 받은 사건이다. y 회사는 2012년에 설립된 회사로서 전문적으로 주가지수선물거래에 종사하는 회사이다. 2015년 6월 1일부터 7월 6일 사이 y 회사는 중국금융선물거래소(中国金融期货交易所)의 규제를 피하기 위하여 선물중개회사의 직원을 회유하여 자신들이 개발한 고빈도 프로그램 매매⁹⁷⁾ 어플(高频程序交易软件)을 불법적으로 선물거래소 서버에 연결하여 거래를 진행하였다. 위 프로그램을 통해 y 회사는 짧은 시간 내 대량의 매수주문과 매도주문을 하였는데 이는 한편으로 선물중개회사의 증거금 잔량에 대한 확인절차를 건너뛸 수 있었고 다른 한편으로 증거금 잔량 확인절차에 소모되는 시간을 절약할 수 있었

96) 叶志刚案, <中国证监会行政处罚决定书(叶志刚)>[2012]2号

97) 프로그램 매매란 일정한 조건이 충족되면 자동적으로 매도 또는 매수 주문을 내도록 설정한 프로그램에 따라 이루어지는 주식거래방식을 말한다. 일반적으로 자금력을 갖춘 기관투자자들이 증권을 대량으로 거래할 때 활용하는 거래방식이다.

다⁹⁸⁾. 거래과정에서 y회사는 주문을 내린 후 다시 주문을 취소하는 허수성호가행위와 y회사가 실제로 통제하고 있는 31개의 계좌 사이에서 매매거래를 하는 가장매매수법을 통해 주가지수선물가격에 파동을 일으켜 3.89억 위안의 부당이득을 획득하였다. 2017년 7월 29일 상해시검찰1분원은(上海市檢察第一分院) y회사의 직접책임자 G와 기타 공모자들을 증권·선물 시세조종죄로 기소하였다.

② 법원의 판단

상해시제1중급인민법원은 “y회사의 책임자 G 및 기타 공모자들의 행위는 증권·선물 시세조종죄를 구성한다. 이에 y회사에 3억 위안의 벌금을 처하고 G는 징역 3년 집행유예 4년, 100만 위안의 벌금을 처한다. 공모자 A는 징역 2년 6개월, 집행유예 3년, 벌금 80만 위안을 처하고 공모자 B는 징역 2년을 처한다. 또한 y회사의 부당이득 3.893억 위안을 몰수한다.” 고 판시하였다.⁹⁹⁾

③ 판례평석

伊世頓사건은 고빈도매매(High Frequency Trading)¹⁰⁰⁾방식을 남용한 사건이다. 위 사건은 2개 단계로 이루어졌는데 첫 번째 단계는 자신들이 개발한 프로그램 매매 어플을 선물거래소의 서버에 불법적으로 연결하는 과정이고 두 번째 단계는 프로그램 매매 어플을 사용하여 짧은 시간 내에 대량의 매수와 매도주문을 내는 것과 실

98) 해당 고빈도 프로그램 매매 어플은 0.03초에 하나의 주문을 ,1초 내 최대 31개의 주문을 내릴 수 있었다. 刘杨, 「高频交易的潜在风险及法律监管——由伊世顿公司操纵股指期货案引发的思考」, 金融理论探索, 2016年 第2期

99) 해당 사건은 판결문이 공개되지 않은 관계로 검찰기관의 관련 보고서에서 절취하였다. 丁雁, 「上海年鉴」三十二 法治 446면

100) 미국 SEC 2010년 “Concept release on Equity Market Structure” IV(B)에서는 고빈도매매에 대하여 “거래전문가가 전문능력을 활용하여 매일 대량의 거래를 생성하는 투자전략을 실행하는 행위”라고 정의하였다. 위 문헌에 의하면 고빈도매매의 특징에는 ①초고속 컴퓨터 프로그램을 통해 주문을 생성, 라우팅, 실행하고 ② co-location 서비스와 개별 데이터 피드(feeds)를 통해 시간을 단축하며 ③매우 짧은 시간 내에 매수와 취소가 이루어지고 ④ 매수주문을 내고 매우 짧은 시간 내에 다시 취소하고 ⑤포지션(position)을 다음 날 까지 남기지 않는 등이 있다. 종합해 보면 고빈도매매는 고속화와 단일 내 거래량이 방대한 특징을 갖고 있음을 알 수 있다.

제로 자신이 지배하고 있는 여러 개의 계좌를 동원하여 가장거래를 하여 선물가격에 영향을 주어 차익을 획득하는 단계이다.

고빈도매매 자체는 증권거래에서 금지된 방식이 아닌바 해외의 성숙한 증권시장에서는 많은 기관투자자들에 의해 광범위하게 활용하고 있다. 고빈도매매의 순기능에는 시장의 효율성을 높이고 거래가격의 격차를 줄이고 시장거래의 파동성을 감소하는 등 이 있다¹⁰¹⁾. 동시에 고빈도매매는 다음과 같은 위험성이 존재한다. 첫 번째, 고빈도매매는 거의 모두 자동화프로그램을 통해 그 실행이 이루어지는데 컴퓨터 또는 서버에 문제가 생기거나 프로그램에 오류가 발생한 경우 거래시장의 혼란을 일으킬 수 있다. 그 예시로 2013년의 光大乌龙指¹⁰²⁾사건이 있다. 두 번째는 고빈도매매의 정보 및 속도의 우세는 시세조종행위가 용이하게 이루어질 수 있는 조건을 마련하였다. 고빈도매매 실행자는 일반 투자자들에 비해 정보를 획득하는 속도와 거래를 완성하는 속도가 빠르다. 伊世顿사건의 경우에도 고빈도매매 실행자가 정보우세를 이용하여 프로그램매매의 방식을 통해 고빈도의 거래를 한 것으로서 비록 단건의 매매를 통해 얻는 시세차익은 미세하나 거래량이 방대하기에 실제로 얻은 수익은 수익 위안에 달했다. 중국의 금융선물거래소 거래상황반영시스템은 500밀리초에 한번 씩 거래상황을 업데이트 한다. 이로 인해 500밀리초 내에 실제로 발생한 거래량에 대해 정확하게 파악할 수 없는 문제가 존재한다. Y회사도 이런 부분을 정확하게 인지하고 있었기에 거래소의 속도를 능가하는 어플을 개발하여 초단기간 내에 매매를 하여 선물계약의 가격을 조종할 수 있었던 것이다.

고빈도매매 중 伊世顿사건에서 나타난 허수성 호가행위는 증권법 제77조와 <기소기준 (2)> 제39조 5항에 의해 규제되고 있다. 고빈도매매행위의 위험성을 인정한 증

101) 朱刚灵, 孙万怀「论滥用高频交易的刑法规制-以伊世顿公司操纵期货市场案为例」, 金融法苑, 2017年 第四期, 42면

102) 光大乌龙指사건에서 매수주문 생성 시스템에 오류가 발생하여 2초 사이 의도치 않은 26082개의 주문이 자동으로 생성되었는데 매마침 실행시스템의 고장으로 인해 주문을 정정할 겨를이 없이 모든 주문이 그대로 선물거래소에 전달되었다. 证监会行政处罚决定书(光大证券有限公司, 徐浩明, 杨赤中等5名责任人) [2013]59号 참조

감회는 2015년 10월 <증권선물시장 프로그램 매매 관리방법(证券期货市场程序化交易管理办法征求意见稿)>에서 프로그램 매매에 대한 네거티브리스트(负面清单)를 정리하였으며 그 중에는 모두 다음과 같은 6가지 거래행위가 포함된다. ① 동일한 주체 또는 동일한 주체의 지배하에 있는 계좌거나 연관계가 있는 계좌들 사이에 동일한 증권을 대상으로 거래를 하는 경우 ② 동일한 주체 또는 동일한 주체의 지배하에 있는 계좌들 사이에 선물계약에 대한 가장매매를 진행하는 경우 ③ 빈번하게 주문을 낸 후 빈번하게 주문을 취소하며 거래성사율이 정상수준에 현저히 못 미치는 경우 ④ 종가형성시간에 프로그램을 통해 대량의 연속거래를 하여 종가에 영향을 주는 경우 ⑤ 시장에서 형성된 가격과 괴리가 큰 대량의 매수주문을 내어 기타 투자자들을 오인시키고 동시에 다수의 소액 반대주문을 내어 거래가 이루어진 경우 ⑥ 연속적으로 직전가 보다 높은 매수주문을 내거나 연속적으로 직전가 보다 낮은 매도주문을 내어 가격의 상승과 하락을 유인한 후 대량의 반대주문을 내어 거래를 진행하는 경우 등이 포함된다.

생각건대 위에서 열거한 행위는 증감회가 고빈도매매의 남용에 대한 판단기준으로서 법원이 시세조종행위를 판단함에 있어서 참고할 수 있을 것으로 보인다.

2.2 행정제재

(1) 행정제재 발전연혁

중국에서 처음으로 시세조종행위에 대하여 명문으로 금지한 전국성적인 법률문건은 1993년 국무원이 제정한 <주식발행 및 거래에 관한 잠정조례(股票发行与交易暂行条例)>이다. 동 조례 제74조는 시세조종행위 및 기타 증권불법행위를 열거하고 이에 대한 법적책임을 규정하였다. 같은 해 국무원은 <증권사기행위금지 잠행방법(禁止证券欺诈行为暂行办法)>(실효)를 제정하여 시세조종행위에 대한 전문적인 규제로서 시세조종행위의 정의를 규정하고 유형별 시세조종행위에 대해 보다 구체적으로 열거하였으며¹⁰³⁾ 부동산 당사자의 행정책임을 규정하였다. ¹⁰⁴⁾ 1996년 증감회

는 <증권시장 시세조종행위의 엄격한 금지에 대한 통지 (关于严禁操纵证券市场的通知) >(이하 “금지 통지”)를 공포하여 시세조종행위에 대하여 진일보 구체적으로 열거하였다. 2006년 개정된 <증권법>에서는 시세조종에 대한 금지를 명문으로 규정하고 연속거래, 통정매매, 가장매매 등 세 가지 시세조종방식에 대하여 열거하였지만 그 구체적인 판단기준에 대하여 명시하지 않았다. 2007년 증감회가 공포한 <증권시장 시세조종행위 인정지침(证券市场操纵行为认定指引) >(이하 “지침”)은 7가지 시세조종행위 유형에 대하여 구체적으로 열거하였다. 「지침」에서는 연속거래, 통정매매, 가장매매, 허위정보유포거래, 선행거래, 허수성 호가, 특정시간대의 가격 조종에 대하여 규정하고 있다.

(2) 행정제재 현황

증권시장 감독주체인 증감회사 시세조종행위에 대해 행정제재를 가하는 법적 근거는 <증권법> 제203조¹⁰⁵⁾이다. 1993년 중국증권시장 창설 이래 2015년까지 시세조종으로 인한 행정처벌사건은 모두 67건 있었다. (표1-1)¹⁰⁶⁾

103) <증권사기행위금지 잠행규정 (禁止证券欺诈行为暂行办法)> 제8조 : 시세조종행위에는 (1)타인과 통모하여 자금을 집중하여 시세를 조종하는 행위 (2)허위사실 유포를 통해 증권의 발행 및 거래에 영향을 주는 행위 (3)허위적인 시세를 조성하기 위하여 타인과 통모하여 소유권을 이전하지 않는 증권거래를 하는 경우 (4) 실제로 소유하고 있지 않은 증권을 매매하여 시장질서를 교란하는 경우 (5) 증권가격의 상승 또는 하락을 목적으로 특정 증권에 대해 연속거래를 하는 경우 (6) 직무의 편리를 이용하여 인위적으로 시세를 상승시키거나 하락시키는 경우 (7)기타 시세조종행위가 있다.

104) <증권사기행위금지 잠행방법 (禁止证券欺诈行为暂行办法)> 제15조 : 증권회사, 증권거래소 및 기타 증권사업에 종사하는 기관이 시세조종행위를 한 경우 경고, 부당이득환수, 벌금 또는 증권업무경영을 제한하거나 정지하고 증권업무경영인가를 취소한다. 제16조: 제 15조에서 열거한 기관 외의 법인이 시세조종행위를 한 경우 경고, 부당이득환수, 또는 벌금을 처하고 상장회사가 시세조종행위를 하여 엄중한 경우 상장을 정지하거나 취소할 수 있다. 제17조 : 개인이 시세조종행위를 한 경우 부당이득을 환수하고 5만 위안 이상 50만 위안 이하의 벌금을 처한다.

105) <증권법(证券法)> 제203조: 본 법규의 규정을 위반하여 증권시장을 조종한 경우 불법적으로 소지하고 있는 증권을 법에 의해 처분하고 부당이득을 몰수하고 부당이득의 1배이상 5배이하의 벌금을 처한다. 법인이 증권시장을 조종한 경우 직접책임이 있는 권리자 및 기타 책임인원에게 경고를 주고 10만위안 이상 60만 위안 이하의 벌금을 처한다.

106) 출처 : 증감회공식사이트 <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/index.htm?channel=3300/3313>

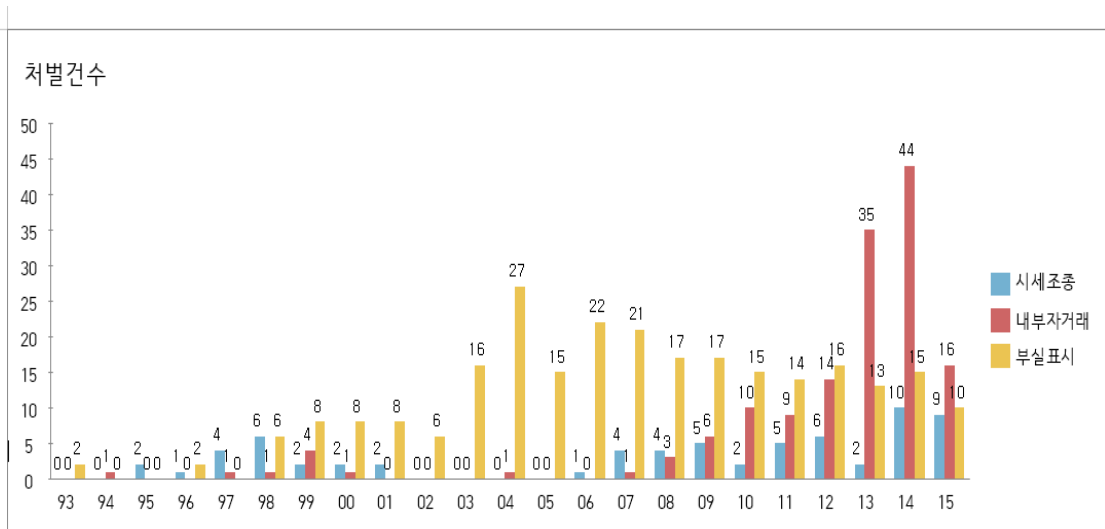


표1-1 연도별 증권불법행위 행정처벌건수

시세조종, 내부자거래, 부실표시 이 세 가지 유형의 증권시장 불공정거래행위 중 부실표시는 증감회가 처벌하는 주요한 불공정거래로서 불공정거래행위 총 처벌건수의 53.7%를 차지하고 시세조종행위는 14.6%를 차지한다. 1993-1999년 사이 증감회가 처벌한 불공정거래행위는 시세조종이 위주를 이루었으나¹⁰⁷⁾ 2000-2008년 사이 부실공시사건이 행정처벌의 주요대상으로 되었다. 근 10년래 부실표시로 인한 행정처벌사건은 안정적인 수치를 보이고 있으며 시세조종사건도 증가하고 있는 추이를 보이고 있으며 내부자거래는 급격하게 증가하고 있다.

표본으로 삼은 67건의 사건 중 70.1%의 사건에서 연속거래행위가 있었고 58.2%의 사건에서 가장매매행위가 있었으며 허수성 호가행위가 25.4%, 특정기간 가격조종사건과 선행거래행위가 각각 11.9%와 10.4%를 차지하였다. 허수성 호가행위, 선행거래행위, 특정기간 가격조종행위 이 세 가지 시세조종수단은 2006년 이후 새로 나타난 수법이다.

증감회가 처벌한 시세조종행위가 발생한 연도를 살펴보면 (표1-2) 2005년 전에는

107) 白建军, 「证监会60个处罚决定的实证评析」, 法学 1999年, 第11期, 56면

연속거래 또는 가장매매에 대한 처벌이 위주였고 2007년 <지침>이 공포된 후 허수주문, 선행거래, 특정시간대의 가격조종행위사건에 대한 처벌건수가 증가하였다. <증권법> 제77조의 1항부터 3항에서 규정한 3가지 유형의 시세조종행위에 대한 처벌은 줄어들고 있는 반면 제4항, 포괄적 일반조항에 근거한 새로운 유형에 대한 처벌이 증가하고 있다. 이는 현행 <증권법>의 규정이 실무에 뒤떨어지고 있음을 의미하며 따라서 <증권법개정초안(证券法修订草案)>¹⁰⁸⁾에서 허수주문, 선행거래 및 허위표시행위를 명확히 열거하여 시세조종 수단으로 규정하였듯이 <증권법> 조항 중 시세조종행위에 대한 확장이 필요한 것으로 보인다.¹⁰⁹⁾

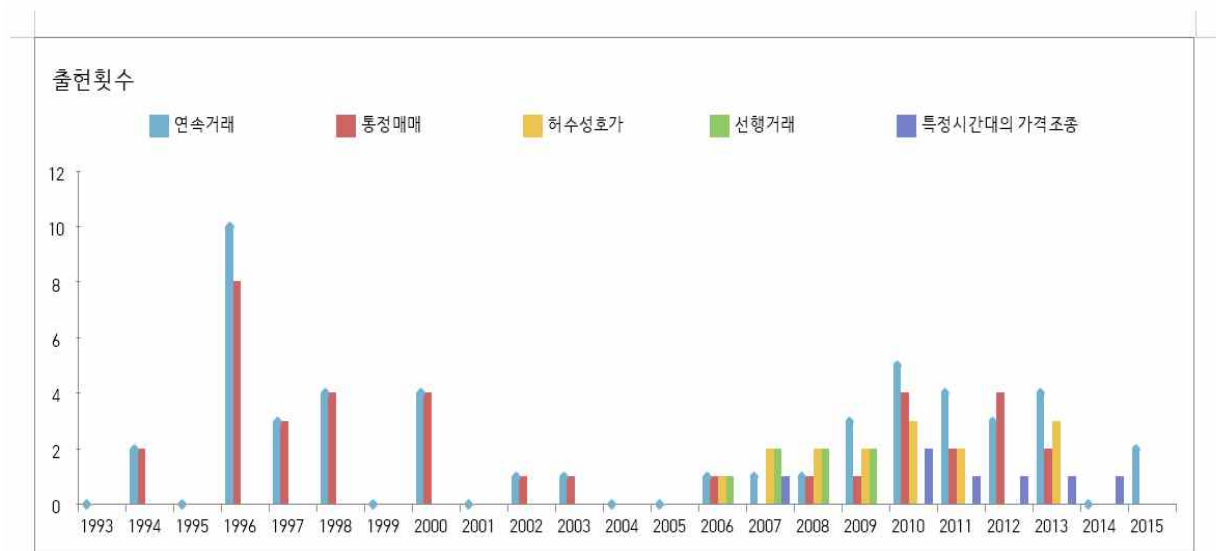


표 1-2 종류별 시세조종행위 발생연도

(2) 행정제재 조치

108) <증권법개정초안>제 94조 : 아래 수단으로 증권시장을 조종하여 증권거래가격 또는 증권거래량에 영향을 주는 것 또는 영향을 주려는 의도로 아래 행위를 행하는 것을 금지한다.....(4) 거래의 달성을 목적으로 하지 않고 빈번하게 주문을 하거나 주문을 취소하는 행위 (5)허위사실 또는 정확하지 않은 중대한 정보를 이용하여 투자자를 오인시켜 거래를 하도록 하는 행위 (6) 증권 및 발행인을 공개적으로 평가하거나 예측하고 투자건의를 하는 동시에 반대거래를 하는 행위 (7) 국무원 또는 증감회가 인정하는 기타 수단

109) 汤欣，高海涛，「证券市场操纵行为认定研究-行政处罚案例的视角」，当代法学，2016年，第4期 第105면

현행 <증권법>에서 규정하고 있는 행정제재 조치에는 경고, 부당이득의 환수, 행정벌금, 시장진입금지(市場禁入) 등 4가지가 있고 국무원이 제정한 <주식발행 및 거래에 관한 잠정조례(股票發行與交易暫行條例)>에서 추가적으로 인가의 취소와 영업정지를 규정하고 있다.

시장진입금지는 일정한 기한동안 증권관련 업무에 종사하거나 상장회사의 동사, 감사 및 고급관리인원의 직무를 맡을 수 없도록 하는 조치이다.¹¹⁰⁾ 시장진입금지 기한에 대하여 <증권시장진입금지규정(證券市場禁入規定)> 제5조는 <증권법> 제233에 기초 하여 더욱 상세한 규정을 두고 있다. 동 규정에 따르면 “법률, 행정법규, 증감회의 규정 등을 위반하였고 엄중한 경우” 3년 이상 5년 이하의 진입금지를, 시장질서를 엄중히 저해하고 투자자의 이익에 엄중한 손실을 입혔거나 불법행위과정에 주도적 역할을 하여 엄중한 경우” 5년 이상 10년 이하의 진입금지를, “①법률, 행정법규, 증감회의 규정을 위반하여 범죄에 이른 경우, ②법률, 행정법규, 증감회의 규정 등을 위반하여 시장질서를 엄중하게 저해함으로 엄중한 사회적 악영향을 끼쳤고 투자자에게 특별히 엄중한 손실을 초래한 경우 ③ 중대한 위법행위를 조직하고, 계획하고, 주도한 경우” 등은 종신 시장진입금지를 규정하고 있다.

<주식발행 및 거래 관련 잠정조례(股票發行與交易暫行條例)> 제74조는 업무종사 자격 및 인가의 취소와 영업정지를 규정하고 있다.¹¹¹⁾ 그러나 해당 제재는 <증권법>에서 규정하고 있지 않은 제재방식이기에 실행에 있어서 법적근거가 충분하지 못하다는 문제점이 존재한다.

2.3 민사제재

110) <증권법> 제233조 : 법률, 행정법규 또는 국무원증권감독관리기관의 관련규정을 위반하여 엄중한 경우, 국무원증권감독관리기관은 책임이 있는 인원에게 시장진입금지조치를 실시할 수 있다. 시장진입금지조치는 일정한 기한 또는 평생 증권업에 종사할 수 없거나 상장회사의 동사, 감사 및 기타 고급관리인원으로 취임할 수 없는 제도이다.

111) <주식발행 및 거래관련 잠정조례(股票發行與交易暫行條例)> 제 74조 : 주식유한회사가 상술한 행위를 한 경우 해당 회사의 주식발행자격을 박탈하고 , 증권회사가 상술한 행위를 한 경우 해당 증권회사의 증권관련영업을 정지하고 영업인가를 취소한다.

(1) 실체법적 입법연혁

1999년 <증권법>은 부실공시행위로 인한 민사손해배상책임에 대하여 규정하였으나 시세조종행위는 단지 행정처벌과 형사책임만 규정하였다. 2000년 최고인민법원이 발포한 <민사사건 사건원인에 관한규정 (民事案件案由规定)> 제5조 제2항에 “시세조종으로 인한 손해배상분쟁”을 민사소송의 사건원인으로 추가하였다. 그러나 2001년 최고인민법원은 <증권민사손해배상사건을 잠정적으로 수리하지 않는데 관한 통지(关于涉及证券民事赔偿案件暂不予以受理的通知)>를 통해 각급 법원이 내부거래, 부실공시, 시세조종 등 3가지 행위로 인한 민사손해배상사건을 잠정적으로 수리하지 않을 것을 요구하였다. 이에 대한 최고인민법원의 해석은 이러했다. “자본시장의 쾌속 발전에 따라 상술한 세 가지 불법행위가 나타나게 되고 증권시장의 공정성이 침해받고 투자자의 합법적 권익이 보장받지 못하는 문제가 발생하게 되었다. 그러나 현재 법률규정의 제한성으로 인해 이들 사건을 심리하는 데 어려움이 존재한다. 이에 시세조종으로 인한 손해배상 등 사건은 잠정적으로 수리하지 않기로 한다.” 2003년 최고인민법원은 <증권시장부실공시로 인한 손해배상사건에 관한 규정(关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定)>을(이하“배상규정”) 발포하였으며 이를 계기로 기타 증권불법행위로 인한 민사소송에 대한 제한도 풀리게 되었다. 2006년 새로 개정된 <증권법>은 1999년 <증권법>에서 시세조종 민사책임에 대해 언급하지 않은데 비해 제71조에 “시세조종행위로 인해 투자자들에게 손해를 입힌 행위인은 법에 의해 배상책임을 부담하여야 한다.”는 문구를 추가하였다. 그러나 이 또한 원칙적인 규정일 뿐 구체적인 구체적 실행방법은 명시하지 않았다.

(2) 절차법적 입법연혁

중국 <민사소송법>은 집단적 분쟁을 해결하는 방식으로 대표자소송방식을 규정하

였다. 대표자소송방식은 공동소송에 속하며 인원수가 확정된 대표자소송과 인원수가 확정되지 않은 대표자소송으로 나뉜다. 대표자소송제도는 현행 2012년 <민사소송법> 제53조, 54조 및 <최고인민법원의 “중화인민공화국민사소송법”을 적용하는데 관한 의견> 제59조 부터 64조에 그 내용을 규정하고 있다. 대표자소송제도는 당사자의 인원수가 많고 모든 당사자가 소송에 참여하기 어려운 경우 그 중 한명 또는 몇 명을 대표인으로 선정하여 소송에 참여하도록 하고 모든 당사자가 이로 인한 소송결과를 받아들이는 소송방식이다. 1988년 인민법원이 처음으로 증권민사소송사건을 수리한 후부터 오늘까지 증권관련민사소송을 언급한 법률규정은 2부 있다. 최고인민법원이 2002년 공포한 <증권시장 부실공시로 인한 불법행위사건을 수리하는데 대한 통지(关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知)>(이하<통지>)와 2003년 발포한 <증권시장 부실공시로 인한 민사손해배상사건 심리에 대한 규정(关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定)>(이하 “배상규정”)이다. <통지>와 <배상규정>중 “원고는 단독소송 또는 공동소송의 방식으로 기소할 수 있으나 집단소송의 형식으로 수리하는 것은 적합하지 않다”고 규정하였다. 이와 같은 규정은 중국 <민사소송법> 중 집단성분쟁 해결방식에 대한 규정과 충돌되며 민사소송법에서 확립된 대표인소송제도가 증권소송영역에서 그 역할을 할 수 없게 되었다.

현재 중국의 많은 법원들에서는 대표자소송방식을 적용하는데 대한 적극성이 높지 못하다. 법원은 사건 심리의 안정성을 고려하여 “단독 입건, 병합심리” “단독 입건, 분할심리”의 방식을 사용하고 있다.¹¹²⁾ 최고인민법원의 사법해석을 보아도 대표인소송방식의 적용에 있어서 소극적인 태도를 취하고 있음을 보아낼 수 있다. 2006년 최고인민법원의 <법원이 공동소송사건을 수리하는데 관한 통지(人民法院关于受理共同诉讼案件的通知)>에서는 “당사자 일방 또는 쌍방이 인원수가 많은 공동소송은 지방법원이 수리하고, 법원이 판단건대 공동소송으로 진행하기에 적합하지

112) 章武生, 杨严炎 「我国群体诉讼的立法与司法实践」 法学研究, 2007年, 第2期 115면

않은 경우 분할하여 수리하도록 한다.”고 규정하였다. 동 문헌에서 인원수가 많은 공동소송은 대표자소송을 뜻하기에 최고인민법원이 집단분쟁사건을 해결함에 있어서 대표자소송을 적용하는 것을 회피하고 공동소송과 단독소송으로 해결하고자 하는 시도하고 있음을 알 수 있다. 113)

(3) 민사제재 실천현황

2007년부터 2015년 사이 시세조종행위로 인하여 민사 또는 형사소송의 방식으로 법원에 기소된 사건들은 아래 표와 같다.

2007-2015년 사이 시세조종사건에 대한 소제기 상황 (표 1-3)

시세 조종기간	사건명	형사소송 제기여부	민사소송 제기여부	민사소송 결과	제재방식
2007년 1월 -2008년 5월	왕지앤중(汪建中) 시세조종사건	○	○	소송청구 기각	형사처벌 행정처벌
2008년 9월	“중허타이바이(中核钛白)“회사 시세조종사건	×	○	소송청구 기각	행정처벌
2008년 2월 -2009년 4월	위카이(余凯) 시세조종사건	○	×	×	형사처벌 행정처벌
2010년 -2015년	쉬샹(徐翔) 시세조종 사건	○	×	×	형사처벌 행정처벌
2013년 1월 -2014년 8월	주웨이밍(朱炜明) 시세조종사건	○	×	×	형사처벌 행정처벌
2013년 5월 -7월	형강의료(恒康医疗) 시세조종사건	×	○	현재 진행 중 ¹¹⁴⁾	행정처벌

113) 刘毅, 张谷 「示范性诉讼及其在我国审判实践中的运用」, 人民司法, 2011年, 第11期 48면

가. 이안커지(亿安科技) 사건

중국의 첫 시세조종으로 인한 민사소송사건은 투자자들이 투자자문회사가 이안커지(亿安科技) 주식을 대상으로 행한 시세조종에 대하여 소를 제기한 사건이다. 2001년 4월 23일 증감회는 4개 투자자문회사의 시세조종행위에 대해 행정처벌결정을 내렸다. 같은해 9월 20일, 투자자들은 각각 북경제1중급인민법원, 광주시중급인민법원에 이안커지 회사의 임직원과 4개의 처벌받은 투자자문회사 및 그 책임자를 상대로 손해배상의 소를 제기하였다. 다음날인 9월 21일 최고인민법원이 <증권민사손해배상사건은 잠정적으로 수리하지 않는데 관한 통지>를 공포함으로써 인하여 사건 심리가 중지되었고 이 사건은 그 후로 더 이상 진행되지 않았다.

나. 왕지앤중(汪建中) 사건

왕지앤중 사건은 중국 증권시장에서의 처음으로 선행거래(抢帽子交易)를 통한 시세조종으로 인한 형사책임을 추궁한 사건이다.

증권투자자문업무를 수행하는 北京首放투자자문유한회사(이하“S”)는 각종 매체, 특히 중요한 영향력을 행사하고 있는 매체에 상장회사연구보고를 발표하는 것을 통해 이름을 날렸다. 2005년 이후 투자자들의 신뢰를 얻은 S회사는 전국적 범위 내에서 영향력을 행사하여 왔다. S회사 창사자이자 주요주주 및 고급관리인원인 왕지앤중(汪建中)은 2007년부터 2008년 사이 본인 및 기타 관계인의 신분증으로 실지 본인이 지배하고 있는 계좌 여러개를 개설하고 2007년 1월부터 2008년 5월사이 자신이 지배하고 있는 계좌를 통해 中国联通, 中国工商银行 등 주식을 사들이고 S회사의 명의로 중국내 중요한 매체(东方财富, 新粮网, 全景网, 和讯网 등 경제매체) 및 중국

114) 동 사건은 중정중소투자자서비스센터(中证中小投资者服务中心)가 일반투자자들을 대표하여 청두시중급인민법원(成都市中级人民法院)에 소를 제기하였고 2018년 8월2일 입건되었으며 현재 심리 중에 있다. 중정중소투자자서비스센터는 2014년에 설립된 증감회 직속관할의 공익법인으로서 일반투자자들 특히 중소투자자들의 법률교육과 법률서비스지원업무를 진행하고 있다.

내 유명한 증권신문을 통해 자신이 매입한 주식을 추천하였다. 왕지앤중은 오도성(误导性) 추천으로 투자자를 유인하여 주식을 매입하여 자신이 소유하고 있는 주식의 가격이 오르도록 한 후 다시 주식을 매도하여 차액을 통한 수익을 얻으려는데 목적이 있었다. 왕지앤중은 그 사이 이러한 방식을 통해 거액의 이윤을 얻었는데 그가 매입한 거래액은 52.60억위안, 매도한 거래액은 53.86위안이며 자신이 실제 지배하고 있는 계좌를 통해 55번의 거래를 하였고 시세조종행위를 통해 얻은 순 이익은 1257.76만 위안 이었다.¹¹⁵⁾

증감회는<증권법> 77조 및 <지침>에 근거하여 2008년 10월 23일에 행정처벌결정을 내리고 부당이득 1.25억 위안을 몰수하는 동시에 부당이득과 동일한 액수의 벌금을 부과하였다. S회사 역시 <증권법> 226¹¹⁶⁾조를 위반한 관계로 증권투자자문업무에 종사할 수 있는 자격을 박탈당하였다.

2011년 8월 3일 북경제2인민법원은 왕지앤중에게 “증권 및 선물시장 시세조종죄”로 인한 7년의 징역형 및 1.23억 위안의 벌금형을 선고하였다. 왕지앤중은 판결에 불복하고 상소하였으나 북경고급인민법원은 2012년 3월 13일에 상소를 기각하고 원심을 유지하였다.

2011년 3월22일 투자자 왕모는 왕지앤중의 시세조종행위로 인한 손해를 이유로 손해배상청구의 소를 제기하였으며 부실공시 손해배상관련 사법해석을 원용하여 사건을 심리를 해 줄 것을 요청하였다. 그러나 법원은 부실공시와 시세조종은 서로 다른 불법행위이기에 동일한 규정을 적용할 수 없으며 원고는 S회사가 발표한 보고서(掘金报告)를 신뢰하고 투자를 하였다는 증거를 제출하지 않았고 더하여 2007년 10월부터 중국증권시장은 하락세에 접어들었기에 원고의 투자로 인한 손실이 S회사

115) 중국증감회행정처벌결정[中国证监会行政处罚决定书(汪建中)]2008 42号

116) <증권법>제 226조: 증권등록결산기관, 증권서비스기관이 본 법의 규정을 위반한 경우 증감회가 시정을 요구할 수 있고 위법소득을 몰수할 수 있으며 위법소득의 1배 이상 5배 이하의 벌금을 부과할 수 있으며, 위법소득이 없거나 10만 위안을 초과하지 않을 경우 10만 위안 이상 30만위안 이하의 벌금을 부과하며 엄중할 경우 폐업시키거나(关闭) 증권서비스자격허가를 박탈할 수 있다.

및 왕지앤중의 시세조종행위와 직접적인 연관이 있다고 보기 어렵다는 의견을 제시하였다.¹¹⁷⁾

다. 중허타이바이(中核钛白) 사건

2009년 4월 16일 중국 증감회는 C와 L이 중허타이바이(中核钛白) (이하 “Z” 회사)사의 주가를 조종한 사건에 대하여 행정처벌결정을 내렸다. 2009년 7월부터 2011년 3월 사이 변호사들은 18명의 피해투자자들을 대리하여 북경제2중급인민법원에 손해배상소송을 제기하였다. 법원은 2011년 4월 12일이 되어서야 18명의 원고를 위해 입건절차를 진행해 주었으며 8월 30일 1차 개정(开庭)을 하였다. 북경제2중급인민법원은 주식거래는 투자행위로서 투자실패의 위험을 부담하여야 하며 주식가격의 변동은 상장회사의 재무, 경영상황, 업종경기, 주가종합지수 등 요소의 영향을 받기에 원고가 Z회사에 투자하므로 발생한 손실은 동 주식에 대한 시세조종행위의 직접적인 영향으로 인하여 발생한 것이라는 것을 증명할 수 없는바 아울러 손해배상액의 범위, 손해액의 계산에 대하여 현행법규에 규정이 없고 이에 대한 사법해석도 없기에 소송청구를 지지할 수 없다고 판시하였다.¹¹⁸⁾ 북경제2중급인민법원의 판시이유는 전에 있었던 왕지앤중(汪建中) 사건과 유사했다.

위 3건의 사건을 종합해 보면 현재의 인과관계 인정방법으로는 피해 투자자들이 민사상의 구제방법으로 손해를 보상받을 가능성은 희박하다는 것을 보아낼 수 있다.

117)张远忠, 「当股民遇上“黑嘴”」 金融博览(财富), 2012年, 第2期 제63면 해당 사건의 판결문은 법원에서 공개하지 않은 관계로 관련보도를 참고하였다.

118)北京市第二中级人民法院 (2011) 二中民初字第08477号民事判决书

제4장 중국 시세조종행위에 대한 규제의 문제점

제1절 민사적 손해배상제도의 문제점

1.1 원고의 과중한 입증책임

중국에서 불법행위와 그로 인한 손해사이의 인과관계를 판단할 때 일반적으로 필연적 인과관계이론을 적용하며 일부 사례에서는 상당인과관계이론을 적용한 판례도 존재한다.¹¹⁹⁾ 시세조종으로 인한 손해배상사건은 아직 실질적으로 손해배상이 이루어진 사건은 없으나 법원이 원고의 소송청구를 기각한 판결에서 판시한 내용을 보면 시세조종으로 인한 손해배상소송에서의 인과관계 판단도 필연적 인과관계이론을 적용하고 있음을 알 수 있다.¹²⁰⁾

(1) 필연적 인과관계이론

중국에서는 필연적 인과관계이론이 불법행위로 인한 인과관계 판단에서의 통설로 인정되어 왔다. 필연적 인과관계이론에 의하면 행위인의 행위와 손해결과사이에 내재적이고, 본질적이며, 필연적인 연관이 있을 때에 인과관계가 성립된다.¹²¹⁾ 필연적 인과관계이론을 적용하여 인과관계를 판단할 때 세 가지 구체적인 요구가 있다. 첫 번째는 “원인”과 “조건”을 엄격하게 구분하여야 한다. “원인”은 결과의 발생

119)上海市第一中级人民法院民事判决书(2014)沪一中民一(民)终字第2656号;安徽省黄山市屯溪区人民法院民事判决书(2014)屯民一初字第00882号

120) 왕지앤중(汪建中) 사건에서 법원의 “원고는 피고의 행위를 신뢰하고 투자를 하였다는 증거를 제출하지 않았고 원고가 거래를 한 시기에 마침 증권시장이 하락세에 처해 있었기에 원고의 손실이 피고의 시세조종행위와 직접적 연관이 있다고 보기 어렵다”는 입장과 중허타이바이(中核钛白) 사건에서 “주식거래는 투자행위로서 투자실패의 위험을 부담하여야 하며 주식가격의 변동은 상장회사의 재무, 경영상황, 업종경기, 주가종합지수 등 다양한 요소의 영향을 받기에 원고가 중허타이바이 회사의 투자하여 발생한 손실은 동 주식에 대한 시세조종행위의 직접적인 영향을 받았음을 증명할 수 없다”는 입장을 통해 법원이 견지하고 있는 직접적 인과관계는 필연적 인과관계의 판단기준을 적용하고 있음을 알 수 있다. 缪生, 「操纵证券市场侵权责任之因果关系」, 法学评论, 2017年 第1期, 115면

121) 佟柔, 赵中孚, 郑立 “民法概论”, 中国人民大学出版社, 1982年版, 308면

을 필연적으로 초래하는 요소를 뜻하고 “조건”은 결과의 발생을 필연적으로 초래하지 않는 요소를 뜻한다. 따라서 “원인”과 결과는 필연적 인과관계이고 “조건”과 결과는 우연적 인과관계이다. 두 번째, 주요원인과 부차적 원인을 구분하여야 한다. 해당 행위가 주요원인이 아닌 부차적 원인을 이루는 경우 행위자의 책임을 경감하여야 한다. 세 번째, 직접원인과 간접원인을 구분하여야 한다. 직접원인을 이루는 행위와 손해결과사이에 필연적 인과관계가 존재하고 간접적 원인을 이루는 행위와 손해결과사이에 필연적 인과관계가 존재하지 않는다.¹²²⁾ 직접적 원인에 대하여 중국 학자는 “원인으로 되는 행위와 손해결과는 자연적으로 연결되고, 외부의 사건에 의해 단절되지 않으며 기타 요소의 참여(介入)가 있을 수 있으나 이러한 요소는 원인으로 되는 행위가 직접적인 원인으로 되는 것을 방해하지 않는 경우 원인행위와 손해결과사이에 필연적 인과관계가 있다고 인정한다¹²³⁾”고 해석하고 있다. 필연적 인과관계 이론은 1980년대 구소련 민법이론의 영향을 받아 형성된 것이다. 구소련에서는 유물변증법이론 중 “필연적 인과관계”와 “우연적 인과관계”의 개념으로 부터 출발하여 행위와 결과사이에 필연성이 존재하고 여러 요소의 우연한 결과가 아님을 증명하여야만 인과관계를 인정할 수 있다는 법적 판단기준을 형성하였다.¹²⁴⁾

그러나 필연적 인과관계이론은 점차 중국 주류 학자들의 비판을 받고 있는 추세이다. 반대 견해로 간접적 원인과 우연적 원인을 완전히 부정하는 것은 적절하지 못하다는 견해와 철학적 개념과 법적 개념을 혼용해서는 안된다는 견해가 존재한다.¹²⁵⁾

122) 朱勇, 「我国侵权行为法因果关系认定理论解析」, 2009年 第24卷, 第6期, 云南财经大学学报, 125면

123) 杨立新, “侵权责任法”, 复旦大学出版社, 2010年版, 104면

124) 刘世国, “现代侵权损害赔偿研究”, 法律出版社, 1998年版, 69면

125) 양희성(梁慧星) 교수의 견해에 의하면 필연적 인과관계이론은 유물변증법에 부합되는 것처럼 보이지만 사실은 형이상학에 속한다. 유물변증법이론에 근거하면 사물의 객관적 연계, 즉 객관규율에 대해 인류는 인식할 수 있지만 이러한 인식은 인류 실천활동의 발전을 통해 점차적으로 이루어지는 것이다. 인류의 실천활동은 부단히 발전하는 역사적 과정 중에 있으며 모든 법관이 매 하나의 구체적인 사건마다 해당 사건의 필연적 인과관계를 오차 없이 정확하게 판단하도록 요구

최고인민법원이 부실공시로 인한 민사손해배상에 대한 사법해석을 공포하기 전까지 중국 증권불법행위 사건에서는 필연적 인과관계이론이 광범위하게 적용되었으며 이러한 인과관계에 대한 증명도 원고가 부담하도록 하였다. 부실공시에 관한 사법해석이 최초로 공포된 후 부실공시 사건의 심리에서는 인과관계추정방식을 적용하기 시작하였다. 그러나 시세조종사건 인과관계의 판단에서 법원은 부실공시의 인과관계추정이론을 원용하는 것을 거부하였다. 그 예시로 앞서 언급한 중허타이바이(中核钛白) 사건이 있다.

그러나 법원의 판단과는 달리 증감회의 행정처벌결정은 이 사건에 대하여 시세조종행위자 C와 L이 지분우세, 자금우세를 이용하여 연속거래를 진행하고 자신이 실제로 지배하고 있는 계좌를 통해 통정매매를 하였다는 사실을 인정하고 이로 인하여 중허타이바이(中核钛白)회사의 주가 및 주식거래량이 영향을 받았다는 것을 인정하였다.¹²⁶⁾ 반면에 법원은 필연적 인과관계의 판단기준을 적용하였기에 시세조종행위가 시세에 영향을 주었지만 주가의 변동이 기타 요소의 영향을 받지 않았고 오직 시세조종행위의 직접적인 영향을 받았음을 증명할 수 없었기에 원고의 손해와 시세조종행위사이의 인과관계를 인정하지 않았던 것이다.

필연적 인과관계이론을 적용하면 원고는 아래와 같은 사실을 증명하여야 한다. 원고가 거래를 한 시간대에 시세조종행위를 제외한 모든 기타 요소는 변화가 없었음을 증명하여야 한다. 가령 변화가 있었다고 하더라도 해당 변화로 인한 주가의 변동은 실제 주가변동추세와 반대되거나 변화가 경미하여 주가의 변동에 영향을 줄 만한 정도가 아니라는 것을 증명하여야 한다. 그러나 원고는 이러한 사실을 증명하기 매우 어렵다 증권시장상황과 여러 가지 객관상황은 둘째 치고 회사의 재무상황, 경영상황 등 대외적으로 공개를 하지 않는 부분은 원고가 정보수집에 상당한 어려

하는 것은 유물변증법에 어긋나는 것이다. 또한 필연적 인과관계이론은 법의 본질과 괴리가 있다고 보고 있으며 법률규범의 역할은 사회생활에서의 다양한 이익충돌을 조정하고 사회의 공평과 정의를 수호하는데 있다. 법관은 사회생활의 공동준칙, 공평과 정의의 이념, 공서양속 등에 기반을 두어 사건을 심리하여야 한다. 朱勇, 전제논문, 125면

126) [中核钛白案]2009,13号行政处罚决定书

움이 있으며 거의 입증이 가능하지 않다고 보아야 한다.

(2) 필연적 인과관계이론과 증권불법행위

일반적으로 현실에서는 투자자의 투자결정이 기타 요소를 배제한 오직 시세조종 행위의 직접적인 영향을 받았음을 증명하기 어렵다. 필연적 인과관계 이론은 손해 인과관계에 대한 입증책임도 투자자가 부담하도록 하는데 투자자가 증권거래에서 생긴 손해는 위에서 언급했던 바와 같이 단일한 요소로 인하여 야기 된 것이 아니라 여러 가지 요소가 혼합적으로 작용하여 초래된 결과이다. 인과관계에 대한 확정 은 손해에 영향을 줄 수 있는 모든 요소에 대하여 일일이 분석을 진행하여야 하는데 이는 증권전문가가 아닌 일반 투자자가 하기 어렵다고 본다. 또한 업종경기는 한 업종에 대한 장기적인 평가결과로서 원고가 거래를 진행한 짧은 기간 동안 해당 업종의 변화 추세를 판단하기는 어렵다. 원고가 가령 정보를 수집하여 증거를 제출 하였다고 하더라도 증거에 대한 분석결과 어느 한 요소의 변화가 초래한 결과가 주가의 변동추세와 일치하다면 원고는 동 변화가 주가를 변동시킬만한 정도가 되지 못함을 증명하여야 하는데 특정 요소가 주가에 대한 영향을 수량화 하려면 고도의 전문적인 지식이 필요하기에 이는 전문가가 수행하여야 하는 부분이다. 따라서 일반투자자의 경우 전문지식이 결여하기에 고액의 전문가 고용비용을 원고가 부담하 해야 하는 것이다.

종합하여 보면 직접인과관계의 판단기준을 적용하면 원고는 입증책임을 부담할 수 없음으로 인한 패소를 겪게 될 가능성이 매우 크다. 중국 학계에서도 증권불법 행위의 영역에서 일반 불법행위의 손해배상에 적용되는 필연적 인과관계이론을 적용하는 것은 무리가 있다고 본다.¹²⁷⁾

(3) 상당인과관계이론

127) 赵万一, 전게서, 205면

독일은 상당인과관계이론의 발원지이며 독일의 Johamn Von Kires 교수가 19세기 80년대에 “객관 가능성”에 대한 발표문을 통해 제기하였다.¹²⁸⁾ 그 후 기타 독일 학자들은 본 논문에 기초하여 상당인과관계이론에 대하여 연구를 진행하였고 지금의 상당인과관계이론을 형성하였다. 상당인과관계이론은 일반적으로 또는 통상 일정한 결과를 일어나게 하는 것으로 기대되는 조선을 결과의 원인으로 보아야 한다는 견해로, 결과발생의 개연성을 인과관계 유무의 판정기준으로 하려는 것이다. 독일제국 법원과 제2차 세계대전 후의 독일연방법원은 판례를 통하여 상당인과관계이론을 채택하였다. ¹²⁹⁾

중국의 대다수 학자들은 불법행위책임의 인정에 있어서 상당인과관계이론을 적용할 것을 주장하고 있다.¹³⁰⁾ 그 이유로는 일반불법행위 영역에서 단일한 요소가 손해 결과의 원인으로 되는 사건들이 점차 적어지고 여러 가지 요소가 작용하여 한 가지 결과를 초래하는 사건들이 많아지고 있는 추세이기에 여전히 필연적 인과관계이론을 견지하면 수많은 불법행위들이 법의 제재를 받을 수 없는 상황이 생기기 때문이다.¹³¹⁾ 중국 학설에 의하면 상당인과관계는 “조건관계”와 “개연성”으로 구성되고 두 가지 요건을 동시에 만족하면 인과관계의 성립을 인정할 수 있다. “조건 관계”는 행위와 권리침해 사이에는 불가결(不可缺)의 관계가 있는 것을 요구한다. 즉, “해당 불법행위가 없으면 손해결과가 없다”는 명제를 만족시켜야 한다. “개연성”은 이러한 불법행위가 통상 침해된 결과를 야기함에 적합하거나 침해결과에 대하여 개연성이 있을 것을 요구한다. ¹³²⁾

(4) 상당인과관계이론과 증권불법행위

128) [美]哈特, 托尼·奥诺儿, “法律中的因果关系”, 张绍谦、孙战国译, 中国政法大学出版社, 2005年版, 425면

129) 叶金强, 「相当因果关系理论的展开」, 中国法学, 2008年, 第1期, 35면

130) 江平, “民法学”, 中国政法大学出版社, 2000年版, 760면

131) 王泽鉴, “侵权行为法”, 中国政法大学出版社 2001年版 191면

132) 王泽鉴, “侵权行为”, 北京大学出版社, 2009年版, 186-196면

시세조종사건의 인과관계 판단에서 상당인과관계이론을 적용하려면 우선 “조건관계”와 “개연성”을 판단하여야 한다. 따라서 원고는 “조건관계”, 즉 피고의 시세조종행위가 없으면 원고의 손해결과도 없음을 증명하여야 하고 “개연성” 즉, 시세조종행위가 일반 사회이념과 경험법칙상 원고가 입은 손해를 초래할 수 있다는 것을 증명하여야 하며 법원은 재량에 근거하여 이러한 개연성이 합리적인지를 판단하여야 한다. “조건관계”의 판단에는 필연적 인과관계만큼 필연적 원인을 이루는 요소에 대한 엄격한 입증은 요구되지 않지만 통상적으로 손해결과에 영향을 주는 요소들인 증권시장의 거시적 상황, 해당 업종경기, 주가에 영향을 줄 수 있는 회사내부동향 등 요소가 주가에 주는 영향을 분석할 것을 요구한다. “개연성”의 판단에서 증권시장 불법행위는 마땅히 근거할만한 일반 경험법칙이 존재하지 않는다는 견해도 있다.¹³³⁾ 우선 증권가격의 형성은 증권시장의 객관적 요소(국가재정정책, 환율변화, 통화팽창, 자연재해, 사회경제이슈 등)와 회사 자체의 주관적 요소(회사발전가능성과, 인수합병계획, 구조조정, 대주주의 동향 등)의 영향을 종합적으로 받아 형성된 가격이다. 또한 증권거래는 불투명성이 강한바 이는 대면거래가 아니기에 거래 당사자들은 상대방의 정보를 충분하게 알지 못하며 시세조종행위가 일어나더라도 피해 투자자는 즉시 자신의 손해와 손해를 초래한 원인을 알아낼 수 없다. 이와 같이 증권시장이라는 복잡한 비대면거래의 환경에서 법관이 일반인의 경험에 기반을 둔 이성적인 경험적 판단을 통해 인과관계의 “개연성”을 판단할 수 없다는 것이다.

필자는 “개연성”의 판단에 대해 위 의견과 다른 의견을 갖고 있다. “개연성”에 대한 판단은 문언에 기한 해석대로 손해행위가 통상 일정한 결과를 초래하는 것으로 기대되는 원인인지 여부를 보아야 한다. 투자자는 특수한 동기를 가지지 않는 한 일반적으로 이윤추구의 목적 하에 상대적으로 높은 주가에 거래를 하기 원한다. 따라서 자본시장 공급과 수요의 관계를 인위적으로 조작하여 투자자의 거래를 유인

133) 赵万一, 전게서 205면

하는 시세조종행위는 통상 투자자의 판단을 흐리고 수요와 공급에 대한 잘못된 인식으로 본의에 어긋나는 투자판단을 하도록 한다. 위에서 언급한 증권시장의 객관적 요소, 회사의 주관적 요소, 및 증권거래 자체의 간접성과 은닉성은 “개연성”의 인정에 영향을 주는 요소가 아니라 “조건관계”의 판단에서 각 요소가 주가에 주는 영향을 구체적인 산술적 계산방법을 통해 검토하여야 하는 것으로 생각된다.

상당인과관계이론도 “조건관계”와 “개연성”의 입증에서 원고가 상당한 입증의 어려움을 겪어야 함을 알 수 있다. 이러한 과중한 입증책임으로 인해 시세조종행위로 인한 손해배상소송에서 원고 승소의 확률은 거의 존재하지 않는다. 이에 대한 대책으로 중국은 부실공시에 관한 사법해석을 통해 사법해석에서 열거한 사항에 대하여 인과관계가 존재함을 인정하고 있다. 동시에 이는 인과관계에 대한 추정으로서 피고가 반증을 제기하면 추정을 뒤엎을 수 있다는 것을 규정하였다. 즉, 인과관계가 존재하지 않는다는 입증책임이 피고에게 전환된 것이다. 필자는 시세조종행위 인과관계의 판단에서 상당인과관계이론을 적용하되 입증책임이 피고에게 전환되는 방식을 채택하는 것이 적절할 것으로 생각된다. 이에 대한 구체적 논의는 5장에서 하도록 한다.

1.2 손해액의 범위 및 산정방식의 미비

(1) 손해액의 산정기준

시세조종행위에 대한 손해배상이란 투자자가 시세조종행위로 인하여 받은 손해에 대하여 행위자가 전보하는 것을 말한다. 세계 각국의 실천에 따르면 증권불법행위로 인한 손해액의 산정은 두 가지 기준이 있다. 하나는 원고의 시세조종행위로 인한 손실에 근거하여(손실기준) 손해액을 계산하는 것이고 다른 하나는 피고의 시세조종행위로 인한 이익에 근거하여(이익기준) 손해배상액을 산정하는 것이다.¹³⁴⁾ 손

134) 김건식, 송옥렬, 「미국의 증권규제」, 홍문사, 2001, 334면

실에 근거한 손해배상방식에는 다음과 같은 몇 가지가 포함된다. 시세조종으로 인해 형성된 주가와 시세조종행위가 없었으면 형성되었을 정상주가의 차액을 계산하는 방법인 차액배상방식(Out-of-pocket measure)과 시세조종행위가 폭로된 후 회복된 주가와 매수당시 주가의 차액을 계산하는 방법인 실손해산정방식, 증권거래가 없었던 상태로 회복하는 취소기준방식(Rescission measure) 등이 있다¹³⁵⁾. 그 중 차액배상방식은 현재 많은 국가들이 채택하고 있는 손해액 산정방식이다. 이익에 근거한 손해배상방식은 행위자가 시세조종행위로 인해 얻은 이익을 기준으로 손해배상액을 산정하는 것으로서 불법행위로 인해 상당한 이득을 얻은 경우 해당 부당이득을 반환하게 한다. 이러한 방식을 부당이득반환방식이라고 부른다. 부당이득반환은 원고가 입은 손해액의 범위를 넘어 피고가 얻은 “부당이득” (unjust enrichment)을 제거하고자 하는 목적을 가지고 있다. 즉 이는 매매계약의 취소에 기초한 손해배상을 인정하는 것이고 원고를 거래가 있기 이전의 지위로 회복시키는 방식이다¹³⁶⁾. 부당이득반환은 원고의 재산 또는 자금을 돌려주는 것 이외에 원고가 입은 피해수준을 넘어서 피고가 원고의 재산 또는 자금을 이용하여 취득한 “이익” 까지 원고에게 반환하도록 한다. 미국에서 처음으로 이 방법으로 손해배상액을 계산한 사건으로 Janigan v. Taylor ¹³⁷⁾사건이 있다.

(2) 손해액의 산정범위

부당이득은 증권관련 불법행위의 구성요건이 아니다.¹³⁸⁾ 그러나 증권불법행위로 인한 민사손해배상 중 부당이득이 손해액의 범위확정에 주는 영향에 대한 논의가 존재하며 시세조종행위로 인한 손해배상액은 부당이득액에 한하여 규정하여야 한다

135) 박제인, 「위법한 증권거래로 인한 손해배상에 관한 연구: 배상범위를 중심으로」, 서울대학교석사학위논문, 2003, 13-14면

136) 김건식, 송옥렬, 전게서, 335면

137) Janigan v. Taylor, 344 F.2d 781, 786 (CA1 1965)

138) <최고인민검찰원공안부 공안기관관할 형사사건 입건기준규정(2)>(最高人民检察院公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉的规定(二) >

는 견해도 있다¹³⁹⁾. 시세조종 행위자의 부당이득과 투자자의 손해사이 는 아래와 같은 세 가지 관계가 있을 수 있다. 첫 번째 시세조종자의 부당이득이 투자자의 손해보다 많은 경우이다. 그러나 통상적으로 피해자의 수가 많기에 그들의 손해액을 합치면 시세조종자의 불법소득보다 적은 경우는 거의 발생하지 않는다고 볼 수 있다. 두 번째는 시세조종자의 부당이득이 투자자의 손해보다 적은 경우이다. 이러한 경우 상술한 주장에 따르면 시세조종행위자는 책임경감의 사유를 얻게 된다. 세 번째는 시세조종자가 부당이득이 없이 결손만 있는 경우이다. 이러한 경우 상술한 주장에 근거하면 시세조종행위자는 책임 면제의 결과를 볼 수 있다.

동 주장은 미국의 내부자거래 판례에서 온 것이라고 볼 수 있는데 미국의 다수의 법원은 실제손해를 기준으로 손해배상액을 계산하지만 내부자거래사건에서 원고의 손해가 모든 피고가 획득한 이익보다 현저하게 많은 경우 손해배상액을 원고의 손해를 기준으로 하되 피고가 획득한 이익에 한하여 배상을 한다고 판시한바 있다.¹⁴⁰⁾ 그러나 이는 예외적인 상황이며 손해배상액을 부당이득에 한하여 책정하면 피해를 입은 일반투자자들의 손해를 효과적으로 보상할 수 없는 것은 차치하고 시세조종행위를 행한 행위자가 자신의 불법행위로 인한 부분적 책임을 회피할 수 있다는 점에 있어서도 일반 손해배상의 법리에 따라 통상적인 경우 손해배상액을 산정할 때 시세조종자가 투자자의 실제 손실에 근거하여 배상을 하는 것을 원칙으로 하여야 한다고 본다.

제2절 현행 증권관련 민사소송의 문제점

139)中国社会科学院课题组「证券法律责任制度完善研究」, 证券法苑, 2015年 第1期, 第510-511면, 본 연구에서는 “손해배상을 통해 이익을 취득할 수 없다”는 손해전보의 원칙하에 배상액은 피해자의 실제 손해액을 초과하지 않는 동시에 행위자의 부당이득을 초과하지 말아야 한다고 주장한다. 그러나 일반적으로 피해자의 손해액이 행위자의 부당이득 보다 크기에 시세조종행위에 대한 처벌의 취지하에 손해배상액의 범위를 부당이득의 3배에 한하여 규정할 수 있으며 그래도 손해액을 전보하기에 부족할 경우 비례배상의 원칙을 적용하여 각 피해자의 손해가 모든 피해자의 손해 중 차지하는 비례를 계산하여 손해액을 책정할 수 있다고 주장하였다.

140) Financial Indus Fund Inc .v. McDonnell Douglas Corp .474 F 2d 514. United States Court if Appeals . (10th Cir 1973)

2.1 사전절차의 소권에 대한 침해

최고인민법원은 2003년 <부실공시로 인한 민사적손해배상사건의 심리에 대한 규정(关于审理因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定)>(이하 <배상규정>)을 통해 부실공시로 인한 손해배상소송 중 사전절차에 대하여 규정하였다. 사전절차는 원고가 제소 시 동일한 사건에 대해 이미 이루어진 형사판결 또는 행정처벌결정을 법원에 제출하는 것을 민사손해배상소송을 수리하는 전제로 규정하고 있다¹⁴¹⁾. 법원의 해석에 의하면 사전절차는 첫 번째, 집단소송의 남소(濫訴)를 방지하기 위함이고 두 번째, 법원에서 증권관련소송을 심리할 수 있는 자원이 엄중하게 결핍한 상황에서 재판의 질을 높이기 위해 설계한 것이라고 한다. 그러나 2015년 4월 15일 최고인민법원이 <인민법원 등록, 입건에 대한 규정(人民法院登立案问题的规定)>을 공포함에 따라 국민의 소송권을 보호하기 위한 조치인 의무적 수리제도가 실행되었다.¹⁴²⁾ 동 규정에 의하면 법률이 규정한 조건¹⁴³⁾에 부합되는 사건에 대해 법원은 모두 수리하고 입건하여야 하며 입건하지 않는 경우에는 그 이유에 대하여 명시하여야 한다. 2015년 12월 24일 최고인민법원은 <상사재판중의 몇 가지 구체적 문제에 관하여(关于当前商事审判工作的若干具体问题)>라는 문건에 내부자거래, 부실공시, 시세조종으로 인한 민사 손해배상사건을 수리할 때 더 이상 행정처벌 또는 형사판결문의 부재를 이유로 사건의 수리를 거절해서는 안된다는 내용을 명시하였다. 그

141) <배상규정> 제6조: 투자자가 부실공시행위로 인해 입은 손해를 이유로 소 제기 시 관련 행정기관의 처벌결정 또는 법원의 형사판결문을 근거로 민사손해배상소송을 제기하여 민사소송법 제108를 만족시키면 법원은 사건을 수리하여야 한다.

142) <인민법원의 사건등기, 입건 문제에 대한 규정(最高人民法院关于人民法院登立案问题的规定)> 제1조: 인민법원은 1심 민사제소, 행정제소, 형사자소(自诉) 사건에 대하여 입건등록제도(立案登记制)를 실행한다. 제2조: 법원은 당사자가 제출한 소장 및 사건과 관련된 서류를 접수하고 수령한 날짜를 명시한다. 법률규정에 부합되는 소장은 당장에서 입건 하여야 하고 법률규정에 부합되지 않는 소장은 수리하지 않는 이유를 명시하여야 한다.

143) <민사소송법> 제119조: 제소 시 아래 조건을 만족시켜야 한다. (1)원고는 본 사건과 직접적인 이해관계가 있는 공민, 법인 또는 기타 조직이어야 한다. (2)명확한 피고가 존재 한다 (3)구체적인 소송청구와 사실 및 이유가 존재한다. (4)인민법원의 민사소송 수리하는 범위에 포함되고 소를 제기한 인민법원에 관할권이 있다 . 이 중 제 (4)항의 민사소송 수리범위에 관해서 <증권법>은 부실공시, 내부자거래, 시세조종 등 세 가지 증권시장 불법행위에 대해 모두 민사적 손해배상을 청구할 수 있음을 규정하고 있다.

러나 법원은 실무에서 사건의 수리단계에 행정처벌결정이거나 형사판결문을 요구하지 않지만 수리 후 여전히 해당 사건은 <배상규정>에서 규정한 행정처벌이거나 형사판결문이 결여하다는 이유로 실질적임 심사를 거치지 않고 소송청구를 기각하는 방식을 견지하고 있다¹⁴⁴⁾.

사전절차에 대해 찬성하는 학자들은 형사재판이거나 행정제재단계를 걸치면 중소기업투자자들의 정확하고 충분한 증거를 제공할 수 없는 문제에 대하여 증감회 또는 검찰이 투자자를 대신하여 증거수집의 역할을 함으로써 원고의 증거수집능력 부족의 상태를 보완할 수 있다고 주장한다.¹⁴⁵⁾

그러나 필자는 사전절차는 투자자의 권리를 보호하는 취지와 어긋난다고 생각된다. 사전절차는 한편으로 증감회의 감독이 제대로 이루어지지 못하는 경우 사법구제(司法救濟)의 경로를 사실상 상실하는 위험성을 초래하게 되며 다른 한편으로 <증권법>에 위배된다. 사전절차가 적용되면 <증권법> 제232조¹⁴⁶⁾의 민사책임 우선의 원칙이 사실상 무력화된다. 제232조는 행정, 형사, 민사책임의 경합이 발생하면 민사책임을 우선으로 하여야 한다는 원칙을 제시하였다. 민사배상우선의 원칙이 내포하고 있는 가치는 시장참여주체의 권리에 대한 구제는 정부의 벌금보다 우선시 되어야 한다는 “공평, 정의”의 이념이다.¹⁴⁷⁾ 민사적, 형사적, 행정적 책임은 불법행위가 부담하는 3가지 책임형태로서 각각 규제의 목적과 보호법익이 존재하며 규제의 효과도 부동하다. 이 세 가지 책임은 그 어떤 책임도 다른 책임을 전제로 하지 않는다. 민사책임 우선의 원칙은 형사 및 행정책임의 중요성을 소홀히 하는 것이 아니라 “공평, 정의”의 이념에 입각하여 공권력보다 힘이 약한 중소기업투자자들을 보호

144) 상해고급인민법원 "锐奇股份虚假陈述案" 사건과 강소성고급인민법원 "澳洋科技虚假陈述案" 사건에서 법원은 모두 행정처벌결정 또는 형사판결문의 부재를 이유로 소송청구를 기각하였고 최고인민법원은 "威华股份虚假陈述案"에서 "입건등록제도 개혁에 부응하여 원심 법원에서 동 사건을 수리하였고 그 후 <배상규정의>에 따라 행정처벌결정 또는 형사판결문 부재 시 소송청구를 기각한다는 결정을 내린 데는 부당한 부분이 없다"고 판시하였다.

145) 李国光, 贾纬 "证券市场虚假陈述民事赔偿制度", 法律出版社, 2003年版, 제188-189면

146) <증권법> 제232조 : 본 법의 규정을 위반할 경우 민사적 손해배상책임과 벌금을 모두 부담하여야 한다. 현재 소유한 재산으로 동시지급이 어려울 경우 민사책임을 우선으로 부담해야 한다.

147) 宋志红, 「民事赔偿优先原则的确立和适用」, 法制日报, 2010年10月20日

하고 그들의 재산권을 보호하려는 취지하에 제정한 원칙인 것이다. 그러나 사전절차를 적용하면 232조의 규정 중 “동시지급”의 상황은 발생할 수 없으며 항상 행정처벌 또는 형사재판으로 인한 벌금을 집행중이거나 집행 완료될 때 민사상 손해배상절차는 진행 중에 있게 된다. 따라서 민사재판의 결과 피고가 손해배상책임을 부담하는 판결이 나와도 형사 및 행정적 벌금이 집행되고 난 뒤 민사책임을 집행하게 되며 투자자는 승소를 하여도 판결결과 집행의 어려움을 겪게 되는 것이다. 148)

사전절차의 필요성을 지지하는 학자들의 견해도 합리적인 부분이 있다. 실무에서 시세조종 여부를 확정하기 위해서는 공개시장에서 이루어진 대량의 데이터의 접근과 분석, 또는 기업내부에 존재하는 많은 서류들에의 접근과 분석이 요구되며 이러한 분석은 일반투자자들이 거의 수행할 수 없는 일이다. 한국도 사실상 사법부가 최종적으로 시세조종으로 판단한 사안에 대해서만 손해배상청구가 가능하다고 볼 수 있으며 시세조종과 관련한 민사적 손해배상청구는 형사적 판결에 의존할 수밖에 없으며 따라서 형사사건과 같이 진행되거나 형사판결이 있는 후에 개시되는 것은 일반적이다.

실무적으로 이러한 어려움이 있는 것은 사실이지만 사건에 대한 실질심사가 이루어지지 않은 단계에서 형사판결 및 행정처벌결정을 필수조건으로 사법해석에 명문화하고 법원이 그것을 근거로 적용하는 것은 손해배상판결이 형사판결과 동시에 진행될 수 있는 가능성조차 말살하게 되며 감독당국이 발견하지 못한 시세조종행위에 대한 손해배상구제의 경로를 상실하게 된다. 또한 중국은 거래규모가 작은 시세조종행위에 대한 형사처벌이 쉽게 이루어지지 못하는 기소기준을 두고 있기에 더욱 형사판결문을 민사손해배상소송의 사전절차로 규정하지 말아야 한다. 따라서 <배상규정> 중 사전절차의 적용을 폐지하여야 하고 법원이 소송청구를 기각하는 이유도 <배상규정>중의 사전절차에 대한 내용이 아닌 실질심사를 결친 후 도출한 합리적 설득력이 있는 내용이어야 할 것으로 생각되며 증감회의 조사와 법원의 민사 손해

148) 刘珂, 「证券投资者民事救济制度研究」西南政法大学 博士学位论文 2015年, 35면

배상소송의 연동의 방식에 대해 탐구하여야 할 것으로 생각된다.

2.2 단독소송 및 공동소송방식의 제한성

중국의 소송방식에는 단독소송, 공동소송, 대표자소송이 있다. 단독소송의 방식으로 시세조종으로 인한 손해배상사건을 심리하는 경우 아래와 같은 제한성이 있다. 우선 법원의 업무량이 지나치게 많아지고 다음으로 고액의 소송비용이 발생한다. 2002년 대경련의¹⁴⁹⁾ 사건을 보아도 788명의 일반투자자가 변호사를 통하여 법원에 소장을 제출하였다. 본 사건은 단독소송과 공동소송의 방식을 동시에 적용하여 수리하였는데 원고 중 381명은 대표자 2명을 선정하여 자신들을 대표하여 소송에 참여하도록 하였고 기타 원고는 단독소송의 방식으로 소송에 참여하였다. 본 사건을 단독소송의 방식으로만 수리할 경우 피고는 788명의 원고를 상대로 일일이 변론을 하여야 하며 본 사건에서 실제로 7.1만 위안의 소송비용을 지급하였으나 가령 이 381명의 원고가 모두 단독소송의 방식을 통해 소송을 진행한다면 무려 46만 위안의 소송비용을 지급하여야 할 것이다.¹⁵⁰⁾

공동소송의 방식은 현재 증권관련 소송에서 주로 사용하는 방식이다. 그러나 이러한 방식도 여러 가지 제한성이 존재한다. 우선 공동소송은 당사자들이 시간을 들여 소송의 모든 과정에 참여할 것을 요구한다. 이 또한 법원의 인력과 물력을 대량 투입하여 사건의 심리를 진행할 것을 요구한다. 다음으로 법원은 일반적으로 사건 심리 효율을 높이기 위하여 법원의 판단에 근거하여 공동소송의 방식으로 기소된 사건을 병합하거나 분리하여 심리한다.¹⁵¹⁾ 이러한 법원의 자유재량권의 행사에 대해

149) 대경련의사건은 중국의 첫 상장회사 부실공시로 인한 민사소송 사건이다. 하얼빈중급인민법원이 단독소송과 공동소송의 형식으로 총 788명 원고의 250건의 소송청구를 수리하였다.

150) 秦力, 「操纵市场侵权民事责任制度研究」, 中国石油大学硕士论文, 2016年, 第30면

151) 대경련의 사건에서 처음에는 법원이 공동소송의 방식으로 사건을 수리하여 동일한 재판부에서 사건을 심리하려고 하였으나 여론의 압력 등 기타 요소의 영향하에 결국은 대표자를 선정한 원고들은 공동소송으로 기타 원고들은 단독소송의 방식으로 여러 재판부에서 사건을 분할하여 심리하는 방식을 채택하였다.

일부 학자는 당사자의 소송방식의 선택권이 침해될 수 있고 동일한 사건에 대해 원고가 다르고 재판부가 다름에 따라 부동한 판결결과가 있을 수 있으므로 재판의 공정성을 해할 우려도 존재한다고 평가한다.¹⁵²⁾

2.3 대표자소송방식의 문제점

(1) 대표자 소송방식

중국 민사소송법 제53조¹⁵³⁾, 54¹⁵⁴⁾조에서는 각각 공동소송에서의 대표자제도와 집단소송에서의 대표자제도를 규정하였다. 제53조가 규정하고 있는 소송방식은 제소 시 이미 인원수가 확정되고 목적물이 동일한 소송방식이며 “필요한 공동소송”과 목적물이 같은 종류인 “보통 공동소송”으로 나뉜다. 제54조가 규정하고 있는 공동소송방식은 제소 시 당사자의 수가 확정되지 않았으나 소송 목적물은 동일한 소송방식이다. 즉 증권집단소송에서 마땅히 적용되어야 하는 소송방식은 제54조가 규정한 인원수가 확정되지 않은 대표자 소송인 것이다.

대표자소송은 명시적 참여제로서(加入制) 동일한 사실 또는 법률관계에 있는 투자자들이 등록을 통해 동일한 집단소송에 참여하는 방식이다. 그 구체적 절차는 <민사소송법> 제54조와 <최고인민법원의 “중화인민공화국민사소송법”을 적용하는

152) 任自力, “证券集团诉讼国际经验&中国道路”, 法律出版社, 2008年版, 第230면

153) <민사소송법> 제53조: 당사자 일방이 인원수가 많은 경우 당사자는 대표자를 선정하여 소송을 진행할 수 있다. 대표자의 소송행위는 그가 대표하는 당사자에게 효력을 발생하며 대표자가 소송청구를 변경하거나 소를 취하하는 경우 또는 상대방당사자의 소송청구를 승인하거나 화해를 하는 경우에 피 대표인의 동의를 얻어야 한다.

154) <민사소송법> 제54조: 소송 목적물이 같은 종류이고 당사자 일방이 인원수가 많고 확정 되지 않은 경우 법원에서는 공고를 하고 사건과 소송청구를 설명하고 잠재적 원고가 일정한 기한 내에 법원에 와서 등록 할 것을 요구 할 수 있다. 법원은 등록한 권리인과 상의하여 대표자를 확정할 수 있고 대표자의 소송행위는 그가 대표한 원고들에게 효력이 있다. 대표자가 소송청구를 변경하거나 소를 취하하거나 상대방당사자의 소송청구를 승인하거나 화해를 하는 경우에는 피 대표자의 동의를 얻어야 한다. 법원이 내린 판결, 결정은 등록된 모든 잠재적 원고에게 효력을 발생하며 등록에 참여하지 않은 잠재적 원고가 소송시효 내에 소를 제기한 경우 동 판결 또는 결정을 적용할 수 있다.

데 관한 해석)(이하 <민사소송해석>) 제79조에 따라 잠재적 원고가 법원에 와서 등록을 할 수 있도록 법원이 공고 하며 공고기간은 30일 보다 적지 않아야 하고 구체적인 기한은 사건에 따라 결정하며 일괄적으로 규정하지 않는다.

<민사소송법> 제 53조, 54조와 <민사소송해석>제 76조 77조에 따르면 대표자소송 중 대표자는 당사자가 선정하는 것이다. 모든 당사자가 함께 대표자를 선정할 수도 있고 부분 당사자가 자신을 대표하는 대표자를 각자 선정할 수도 있다. 당사자가 대표자를 선정하는데 어려움이 있는 경우 법원이 대표자를 추천하고 당사자와 협상하여 정할 수 있고 협상이 이루어지지 않으면 법원이 직권을 사용하여 당사자들 중에서 대표자를 지정할 수 있다. 한 사건 당 2-5명의 대표자를 선정할 수 있고 매 대표자마다 1명 또는 2명의 소송대리인을 위임할 수 있다.

대표자는 소송 중 피대표자의 권리에 대해 실질적인 처분을 하기 전 그들의 동의를 얻어야 한다. 이 부분에서 일반대표자소송과 증권관련대표자소송은 약간의 차이가 있는데 증권대표자소송에서 대표자는 일반 대표인소송에서의 대표자보다 권한이 크다. <배상규정> 제 15조에 따르면 증권대표자소송에서 대표자는 결정변경, 소송청구포기, 피고와의 화해 등 권한이 있다.

(2) 대표자 선정방식의 제한성

인원수가 확정되지 않은 소송에서 대표자의 선정방식은 다음과 같다. 우선 소송 참여를 등록한 자들이 추천을 통해 선정하고 , 추천이 이루어지지 않으면 법원이 대표자를 지정한 후 당사자와 협상하여 결정한다. 협상이 어려우면 법원에서 지정한 인원수로 대표자를 확정할 수 있다. 그러나 이러한 규정은 대표자 선출의 절차적인 내용만 명시하였을 뿐 대표자의 자격요건이나 구체적인 기준에 대한 규정은 없고 법원이 재량으로 대표자를 지정했을 때 지정된 당사자가 소송참여의지가 강하지 않고 대표자의 역할을 수행하기에 적절하지 않은 인원인 경우 어떻게 하여야 하는지에 대한 가이드라인도 존재하지 않는다. 때문에 현행 대표자의 선정에 대한 규

정은 실행가능성이 떨어진다는 평가도 있다¹⁵⁵⁾.

(3) 명시적 참여제도의 제한성

집단소송은 당사자의 제외신고 (opt out)또는 참여신고를 기준으로 묵시적 참여제도와 명시적 참여제도로 나뉜다. 집단구성원의 참여제도가 다름에 따라 집단구성원의 확정방법 및 판결의 효력이 미치는 주체가 다르다. 묵시적 참여제도는 모든 관련주체를 집단구성원으로 묵인하며 판결의 구속을 받지 않으려면 제외권을 행사해야 한다. 제외권을 행사하기 위하여 두 가지 단계를 거쳐야 하는데 첫 번째, 대표신고는 집단구성원이 될 자격이 있는 자들에게 집단소송개시와 관련된 정보를 통지하여야 한다. 두 번째 집단구성원이지만 소송에 참가하기를 원하지 않는 구성원은 법원에 제외통지를 하여야 한다.¹⁵⁶⁾ 이와 달리 명시적 참여제도는 잠재적 집단구성원이 구성원으로 되기 위하여 규정된 시간 내에 일정한 조치를 취하여 소송에 참여하고 공동의 법적 쟁점에 대하여 재판결과의 구속을 받아야 한다. 명시적 참여제도의 우월성은 개인이 자신의 의지에 따라 소송에 참여할 자유가 있는 것이다 즉 . 집단소송에 참가하고 싶지 않은 주체들은 단순히 침묵하였다는 이유로 강제적으로 소송에 참여하지 않아도 된다는 것이다.

중국의 대표자소송은 명시적 참여제도이다. 즉 소송에 참여하고자 하는 구성원들은 통지를 받은 후 참여의사가 있으면 법원에 가서 등록을 하는 것을 통하여 명시적으로 참여의사를 표시하여야 한다. 그렇지 않으면 소송당사자가 될 수 없다. 중국은 국토가 넓고 투자자가 분산되었기에 소송 전 등록 단계에 여러 가지 어려움이 있을 수 있다. 일부 소액 투자자는 소송참여과정에 소요되는 교통비, 숙박비 등 비용과 자신이 불법행위로 인하여 입은 손해를 비교해 보고 환수 할 수 있는 이익이 적으면 소송을 포기하는 경우가 많이 존재한다. 따라서 소액투자자들의 이익은 보

155) 何珊, 「论我国证券欺诈群体诉讼代表人制度」 华东师范大学硕士学位论文, 2017年 25면

156) 章武生, 「我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构」 中国法学, 2017年, 第2期, 제278면

호를 받지 못할 가능성이 크다.

(4) 묵시적 참여제도에 대한 찬반논쟁

묵시적 참여제도에 대하여 찬성하는 학자들의 견해는 동 제도가 개인적 또는 사회적인 어려움 때문에 적극적인 조치를 취할 수 없는 사람들이 구제에 접근하기가 용이하도록 하고 법원의 사건 심리 효율을 높이고 중복소송을 줄이며 피고가 자신의 행위가 초래한 손해범위에 대하여 보다 정확하게 인식할 수 있으며 일부 피해자가 소송에 참여하지 않음으로 인해 피고가 배상을 비껴가는 상황을 방지할 수 있다고 주장한다.¹⁵⁷⁾ 묵시적 참여제도에 대해 반대하는 학자들의 견해는 피해당사자의 명확한 수권이 없이 타인을 대리하여 소송을 진행하는 방식은 그 법적근거가 충분하지 못하며 소송에 참여하지 못한 피해자는 통지가 제대로 이루어지지 못하여 제외신고권을 제때에 행사할 수 없었던 상황에도 판결의 구속을 받아야 하는 상황이 생길 수 있다. 묵시적 참여제도가 형성한 방대한 잠재적 구성원집단에는 정보의 정확성을 보장하기 어려운 주체들도 포함되어 있으므로 향후의 화해절차에서 어려움을 초래할 수 있다고 한다.¹⁵⁸⁾

묵시적 참여제도와 명시적 참여제도에 대한 찬반논쟁은 존재하나 세계적 집단소송을 실행현황을 살펴보면 묵시적 참여제도가 명시적 참여제도보다 집단에 대한 권리보호에 더 효과적이고 특별히 증권집단소송에서 그 작용이 더욱 뚜렷하게 나타나고 있다고 한다.¹⁵⁹⁾

중국 학계에서는 인원수가 확정되지 않은 소송에서 묵시적 참여제도를 도입하자는 의견들이 제기되었다. 그 원인으로는 실무 중 많은 피해자들은 개인의 소액의 손해액에 비해 제소 및 등록에 소요되는 비용이 더 많이 드는 것을 염려하여 소송

157) Rachael Mulgeron, 「The Case of an Opt-Out Class Action for European Member States: A Legal and Empirical Analysis」, 2009. vol15 Columbia Journal of European Law, p415

158) Id, p447

159) Stefano M. Grace, 「Strengthening Investor Confidence in Europe:US-Style Calss Actions and the Acquis Communautaire」, 2006. vol15.2 J. of Transnational Law&Policy. p281

에 소극적인 경향이 존재하기 때문이다. 따라서 공고를 보고 법원에 와서 등록하여 소송에 참여하는 사람은 사실상 많지 않으며 현행 대표자소송제도는 그 작용을 제대로 하지 못하고 있다.

제3절 형사규제의 문제점

3.1 “포괄적 일반조항(兜底条款)”의 적용

증권시장과 인터넷기술의 발전에 따라 시세조조 수단에는 <형법> 제182조에서 명시한 3가지 (연속거래, 통정매매, 가장매매) 외에도, <지침>에서 규정하고 있는 선행거래, 허수성호가, 허위표시·오해유발표시행위, 특정시단대의 가격조종 등 다양한 수단이 나타나고 있다. 그러나 <지침>은 증감회의 지도성문건으로 증감회 내부 규정일 뿐 법적효력을 지니지 않는다. 따라서 <지침>의 규정에 근거하여 해당 시세조종행위의 형법규정의 위배여부를 결정할 수 는 없는 것이다. 이러한 새로운 시세조종수단의 출현을 염두에 두고 <형법> 및 <증권법>은 시세조종관련 금지조항의 말미에 “포괄적 일반조항”을 삽입하였다. 포괄적 일반조항은 법률 규정에 해당 불법행위의 유형에 대하여 일일이 열거하기 어려운 상황에서 조항의 말미에 포괄적 규정을 삽입함으로써 위에서 열거한 행위와 동일한 성질의 불법행위가 법률의 규제를 벗어날 수 없도록 하는 입법수단이다.¹⁶⁰⁾ 이러한 입법수단의 사용은 입법자의 지식의 제한성과 시대상황의 제한으로 인한 입법의 미흡점을 보완할 수 있으며 법률규정의 안정성을 보장하는데 유리하다.¹⁶¹⁾ 특히 경제활동의 규제는 시장경제와 과학기술의 발전의 영향으로 불법행위가 점차 다양해지는 특성을 갖고 있기에 앞으로 발생할 수 있는 불법행위수단에 대해 미리 예견하고 규정하는 것은 거의 불가능하기에 포괄적 일반조항이 필요하다는 견해도 있다.¹⁶²⁾ 반면에 포괄적 일반조항에 대

160) 张建军, 「论刑法中兜底条款的明确性」, 法律科学, 2014年 第2期 108면

161) 王崇青, 「抢帽子交易的刑法性质探析」, 政治与法律, 2011年, 第1期,

162) 熊永明, 徐艳君 「操纵证券、期货市场罪“兜底条款”的适用研究」 法律适用, 2016年 第10期 第108

하여 조항 자체의 모호성 때문에 죄형법정주의원칙¹⁶³⁾에 위배되는 입법수단이라는 이유로 적용을 반대하는 입장도 있다. ¹⁶⁴⁾

<형법> 182조와 <증권법> 제77조는 연속거래, 통정매매, 가장매매 등 세가지 시세조종행위를 열거하고 제4항에 “기타 방법으로 증권시장을 조종하는 경우”의 포괄조항을 삽입하였다. 그리고 최근 보도에 의하면 증권시장 불법행위의 범죄유형과 수단을 명확히 하기 위하여 <증권·선물 시세조종죄 등 범죄에 대한 사법해석>에 대해 현재 검토 중에 있는데¹⁶⁵⁾ 등 사법해석에도 <형법>의 조항과 같이 말미에 포괄적 일반조항을 삽입할 가능성이 클 것으로 생각된다. 그것은 기존에 이미 이러한 입법례가 존재하기 때문이다. 2010년 최고인민검찰원과公安부가 연합하여 공포한 <공안기관관할의 형사사건 입건 및 기소기준에 관한 규정(2)> (公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)) 제39조는 증권·선물 시세조종죄의 구체적인 입건 및 기소의 기준에 대해 규정하고 제7항에 “기타 엄중한 시세조종의 경우”의 포괄적 일반조항을 규정하고 있기 때문이다.

이러한 포괄적 일반조항은 해석범위의 확정에서 어려움을 겪게 된다. 예컨대 <형법> 제182조에서 열거한 3가지 시세조종행위 외의 기타 시세조종행위는 (선행거래행위, 허수성호가행위 등) 어떤 조건을 만족시키면 <형법>조항 중의 포괄적 일반조항을 적용할 수 있는지, <형법> 제182조에 대한 사법해석으로서의 최고인민법원 및 최고인민검찰원의 사법해석에서 열거하지 않은 시세조종행위에 대하여 사

면

163) 죄형법정주의 원칙은 “법이 없으면 범죄 없고 형벌도 없다”는 근대형법 기본원리를 말한다. 즉 어떤 행위가 범죄로 되고 그 범죄에 대하여 어떤 처벌을 부과할 것인가는 미리 성문법률의 규정에 있어야 한다는 것이다. 죄형법정주의는 국가형벌권의 확장과 자의적 행사로부터 국민의 자유와 권리를 보장하기 위한 형법의 최고원리로서 현대적 의미는 법관의 자의로부터 국민의 자유를 보호할 뿐 아니라 입법권의 자의로부터도 국민의 자유를 보호하는 기능을 가진다. 이규호, 「형법총론」, 청목출판사, 2014. 25면.

164) 刘宪权, 林雨佳 「操纵证券、期货市场犯罪的本质与认定」, 国家检察官学院学报, 2018年 第26卷 第121면

165) <자본시장기초법률제도의 입법, 수정 및 폐지가 가속화 되고 있다(资本市场基础法律制度立改废加速)> http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-03/03/c_1122480341.htm

법해석중의 포괄적 일반조항을 적용하여 증권·선물 시세조종죄로 확정할 수 있는 지 등 문제가 존재한다. 이에 대한 해결책으로 필자는 제5장에서 포괄적 일반조항의 성질과 죄형법정주의원칙의 위배여부를 논의하고 사법해석을 통한 포괄적 일반조항의 명확화를 해결방식으로 제시하고자 한다.

3.2 증권·선물 시세조종죄 기소기준의 문제점

〈형법〉 제182조는 “본 죄를 범하면 엄중한 경우 5년 이하의 징역과 벌금을 병과하거나 벌금에 처하고 특별히 엄중한 경우 5년 이상 10년 이하의 징역과 벌금을 병과 한다”고 규정하였고 “엄중한 경우”와 “특별히 엄중한 경우”에 대한 해석은 〈형법〉에는 명시하지 않았다. 이에 2010년에 공포한 〈공안기관관할의 형사사건입건과 기소기준에 대한규정(2)〉(关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)) (이하“기소규정(2)”)는 “엄중한 경우”와 “특별히 엄중한 경우”에 대한 구체적인 판단기준을 제시하였다.

2010년 〈공안기관 기소기준 (2)〉 제39조는 증권·선물 시세조종죄의 기소기준을 8가지로 규정하였다¹⁶⁶⁾. 그러나 위 규정은 다음과 같은 문제점이 존재한다.

166) 2010년 <기소규정(2)>제 39조: ①단독 또는 타인과 통모하여 소유 또는 실제로 지배하고 있는 증권이 시장에서 유통되고 있는 해당 증권의 30%이상을 차지하는 동시에 해당 증권에 대한 연속 20일 동안의 누적 거래량이 해당 증권의 20일 동안 총 거래량의 30%을 차지하는 경우 ② 단독 또는 타인과 통모하여 소유 또는 실제로 지배하고 있는 선물계약이 선물거래업무규칙에서 한정된 계약량의 50%를 초과한 동시에 해당 선물계약에 대한 연속 20일 동안의 누적 거래량이 20일 동안 해당 계약 총 거래량의 30%을 차지하는 경우 ③ 타인과 통모하여 약정된 시간, 가격 및 방법으로 증권 또는 선물을 거래하고 해당 증권 또는 선물에 대한 연속 20일 동안의 누적거래량이 20일 동안 해당증권의 총 거래량의 20%이상을 차지하는 경우 ④자신이 실제로 지배하고 있는 계좌사이에서 증권을 거래하거나 자신을 상대로 선물계약을 매매하여 해당 증권 또는 선물에 대한 연속 20일 동안의 누적 거래량이 20일 동안 해당 증권 또는 선물의 총 거래량의 20%이상을 차지하는 경우 ⑤ 단독 또는 타인과 통모하여 동일한 증권 또는 선물계약에 대해 당일 내에 연속적으로 매수 또는 당일 매도주문을 하고 거래가 성사되기 전에 주문을 취소하며 취소한 주문량이 당일 해당 증권 또는 선물계약 총 주문량의 50%이상을 차지하는 경우 ⑥ 상장회사의 동사, 감사, 고급관리인원, 실제지배인, 지배주주 또는 기타 관련자가 단독 또는 공모하여 정보우세를 이용하여 해당 회사의 증권거래가격 또는 증권거래량을 조종하는 경우 ⑦증권회사, 증권투

첫 번째, ⑤항은 허수성 호가에 대한 규정인데 거래일을 “당일”로만 한정하고 있다. 연속 며칠 동안 허수성 호가가 진행되었지만 당일 주문 취소량이 당일 해당 증권의 총 거래량의 50%보다 낮은 경우는 동 규정을 만족시키지 못한다는 이유로 기소되지 않을 수 있다. 허수성 호가는 거래당사자가 진실한 거래의사가 있는지 여부, 거래의 성사를 목적으로 하는지 여부가 중요하다. 행위인이 며칠 동안 연속 매수주문을 내리고 다시 주문을 취소를 하는 행위를 보이는 경우에는 며칠 동안의 총 취소량이 주문량에 비해 차지하는 비례를 조사하여 행위자의 의도를 파악하여야 할 것이다. 따라서 ⑤항의 규정에는 당일 허수성 호가의 거래량만 기준으로 하는 것이 아니라 연속 며칠 동안의 주문량이 동 시간대 해당 증권거래량의 일정한 비율을 차지하는 경우에도 허수성 호가의 기소기준을 만족시키는 것으로 보는 것이 필요할 것으로 생각된다.

두 번째, (6)항과 (7)항은 시세조종행위 주체에 대하여 특별히 규정하였다. 특정 행위주체로 한정하는 것에 대하여 중국 학계는 두 가지 입장이 있다. 하나는 특정 시세조종행위는 특수주체만이 행할 수 있기에 특수주체로 한정되어야 한다는 입장이고 다른 하나는 모든 주체는 시세조종행위자로 될 수 있다는 입장이다. 두 가지 견해 중 후자의 입장이 통설이다.¹⁶⁷⁾ <형법>은 증권·선물 시세조종행위 주체에 대한 특별히 규정하지 않았기에 시세조종행위주체는 일반주체로 보는 것이 타당하다. <형법>에서 특수주체를 신분범으로 규정하는 이유는 행위자의 신분이 정죄 및 양형에 일정한 영향을 주기 때문이다. ¹⁶⁸⁾ <형법>의 규정 중 특수신분범에는 특수공직인원, 특수 의무주체, 특수업종에 종사하는 인원 등 세가지 분류가 있다. 그 중 <기소 규정 (2)>에서 규정한 증권·선물 시세조종죄의 주체는 특수업종에 종사하는 인원의

자자문기관, 전문중개기관 또는 전문중개기관의 임직원이 이익을 획득할 목적으로 업종관련규정을 위반하고 특정 증권을 매매하거나 소지한 후 해당 증권 또는 증권발행인이거나 해당 상장회사에 대해 공개적으로 평가하고 예측하며 투자건의를 진행하여 해당증권관련 거래에서 이익을 획득한 경우 ⑧기타 엄중한 경우 등이 있다.

167) 刘宪权, 林雨佳, 전계논문 제116면

168) 陈兴良 “刑法总论精释”, 人民法院出版社, 2016年版 第144면

범주에 속한다. <형법>중 특수 업종에 종사하는 인원을 특수주체로 규정한 범죄에는 항공업종 종사인원¹⁶⁹⁾, 철도업종 종사인원¹⁷⁰⁾ 등이 있다. 이러한 범죄에서 특수주체를 한정하는 이유는 오직 특정업종에 종사하는 주체만이 해당 범죄를 실행할 수 있기 때문이다. 증권·선물 시세조종죄의 경우 증권시장 거래참여자에 대한 특별한 규정이 없이 모든 주체가 거래당사자로 될 수 있다. 다른 한편으로 특수주체에 대하여 특별히 규정하는 이유는 일부 주체의 특수한 신분은 범죄행위의 사회적 위험성을 가중할 수 있기에 이에 대하여 특별히 가중처벌을 하는 경우가 있다.¹⁷¹⁾ 특수주체와 일반주체의 증권·선물 시세조종행위는 사회적 위험성면에서 별다른 차이가 없다. 예컨대 선행거래행위는 행위자가 일정한 영향력만 있으면 시세조종행위가 초래한 위험결과는 증권회사, 증권투자기관, 전문중개기관 또는 그에 종사하는 임직원 등 특수신분에 따라 차이가 있는 것이 아니다. “주식의신(股神)”으로 칭함 받고 있는 전문가 개인은 상술한 특수주체보다 훨씬 강한 영향력을 행사한 예시도 있다.¹⁷²⁾ 때문에 증권·선물 시세조종 죄의 주체는 특수주체로 한정하는 것이 아닌 일반주체로 되어야 한다.

<기소규중(2)> 제39조가 증권·선물 시세조종죄의 기소기준에 대해 지분보유량과 거래량만 규정한 원인은 중국은 시세조종행위의 본질에 대해 사기적 행위보다는 불법거래를 통한 증권·선물의 가격 또는 거래량에 영향을 주는 행위로 보고 있고

169) <형법> 제 131조 : 항공업종 종사인원이 관련 업종규범을 위반하여 초래한 중대한 사고로 인해 엄중한 후과가 발생한 경우 3년 이하의 징역에 처하고 비행기가 추락하거나 승객이 사망한 경우 3년 이상 7년 이하의 징역에 처한다.

170) <형법> 제132조 : 철도업종 종사인원이 관련 업종규정을 위반하여 철도운영안전사고를 유발하여 엄중한 후과가 발생한 경우 3년 이하 징역에 처하며 특별히 엄중한 후과가 발생한 경우 3년 이상 7년 이하의 징역에 처한다.

171) <형법> 제243조:국가기관공직인원이 동 죄를 범한 경우 처벌을 가중한다.

172) 예컨대 상해방송 모 주식 관련 프로그램의 진행자를 맡고 있던 L은 선행거래로 인하여 처벌을 받은 적이 있다. 동 프로그램의 시청률은 동시간대 모든 금융관련 프로그램의 상해지역 평균 시청률보다 높았다. 뉴스 : 《유명 프로그램 진행자 L 이 시세조종사건에 연루되어 증감회에 의해 1.2억 위안의 벌금처벌을 받음 知名证券节目主持人廖英强操纵股票, 被证监会罚没1.29亿元》
<http://baijiahao.baidu.com/s?id=1599702523073753442&wfr=spider&for=pc> 참조. 방문일 2019년 3월 25일

173) 따라서 시세조종행위는 가격에 대한 조종 또는 거래량에 대한 조종으로 나타날 수 있다고 보기 때문이다¹⁷⁴⁾. 위 관점으로부터 가격요소는 전혀 고려하지 않고 거래량 기준만 규정한 <기소규정(2)> 제39조의 내용이 나올 수 있었다. 시세조종행위의 본질에 대한 이와 같은 이해는 중국 <형법> 규정에만 존재하는 것으로서 시세조종행위가 목적증권에 대한 거래량이 일정한 기준치에 도달하면 증권시장의 가격변동과 인과관계 등 복잡한 문제에 대한 증명이 없어도 시세조종죄를 구성한다는 결론에 도달할 수 있다. 이와 같은 시세조종 본질에 기한 규제는 시세조종행위를 사기적 행위로 보는 규제와 규제효과상 어떠한 차이가 존재할지 앞으로 연구해 보아야 할 문제라고 생각된다.

173) 刘宪权, 谢杰, 「市场操纵犯罪的实质解构: 法律与经济分析」, 现代法学, 2014年 第6期, 79면

174) 何泽宏, 「解读《刑法修正案(六)》」现代法学, 2006年 第6期, 169면

제5장 중국의 시세조종규제에 대한 개선의견

제1절 인과관계 입증책임의 전환

1.1 시장사기이론의 도입에 대한 고찰

(1) 시장사기이론

영미법계는 불법행위에 대한 손해배상을 청구하기 위하여 “신뢰”의 존재를 필요로 한다, 즉 행위자에 대한 “신뢰”가 없었다면 손해를 초래할 수 있는 해당 행위를 하지 않았을 것, 원고는 피고의 행위를 믿고 거래하였음을 증명하여야 한다. 이러한 관계는 거래인과관계이다. 일반 불법행위는 대면거래로 이루어지기 때문에 이러한 신뢰요건이 특별히 문제가 되지 않지만 공개시장에서 불특정다수 사이에 비대면거래로 이루어지는 증권거래의 경우 민사상의 일반 거래와 같이 원고에게 거래인과관계의 입증을 요구하는 것은 적절하지 않다는 판단이 형성되었다. 이에 원고입증의 어려움을 해결하고자 시장사기이론(fraud on the market theory)이 등장하였다. 미국 연방대법원은 베이직(Basic)¹⁷⁵⁾ 판결에서 동 이론을 채택하였다.

시장사기이론의 경제학적 배경은 자본시장 효율성의 가설이다(efficient market hypothesis) 자본시장 효율성의 가설에 의하면 주식의 가격은 시장에서 공개된 모든 정보를 완전히 반영한 해당 회사의 미래 현금흐름에 대한 왜곡되지 않은 가격이다.¹⁷⁶⁾ 시장사기이론에 의하면 투자자가 증권시장에서 모든 정보를 반영하여 정직하게 형성된 가격을 믿고 증권을 취득하고 처분하였다면 그 투자자는 손해배상청구의 맥락에서 모든 중요정보에 의존하였다는 사실이 추정되는 것이다. 법원은 효율적 시장의 추정을 통하여 인과관계의 입증책임을 사실상 전환함으로써 손해배상책임을

175) Basic Inc .v. Levinson ,485 U.S. 224 (1988)

176) 김화진 , 「자본시장법 이론」, 박영사, 2016, 53면

쉽게 인정하여 피해자 권리구제를 도모할 수 있었다. 그러나 시장사기이론의 기초가 되는 이 효율적 시장 가설의 적용에 있어서 시장의 효율성에 대하여 입증이 이루어지지 못하고 있다는 의견들이 미국에서 속출하고 있다. 경제학에서도 효율적 시장가설에 대해서 행동경제학을 중심으로 한 반론이 제기되었고¹⁷⁷⁾ 이 과정에서 이상현상(anomalies)¹⁷⁸⁾의 존재와 소음거래자들의 문제¹⁷⁹⁾가 시장의 효율성에 대한 중요한 반박논거가 되고 있다. 효율적인 시장에서는 이런 현상은 무시할 수 있을 정도의 단기의 소동에 그치고 말아야 하는데 실제의 시장에서는 그렇지 않은 경우가 발생한다는 것이다. 비합리적인 투자자의 행동은 당연히 자본시장에 일정한 영향을 미치게 되며 이에 따라 자본시장과 증권가격의 결정 메커니즘에 대한 이해가 변화하고 있으며 미국에서도 증권법의 운용에 상응하는 변화가 필요할 것이라는 논의가 활발해지고 있다고 한다.¹⁸⁰⁾

(2) 중국의 시장사기이론 도입에 대한 검토

이론상 효율적 시장 가설은 준 강형 효율성 시장에서만 적용될 수 있다¹⁸¹⁾. 효율적 시장 가설 이론에 근거하면 주가는 정보가 반영된 결과이고 부동한 종류의 시장은 정보에 대한 반영에 차이가 있다. 강형 효율성 시장에서는 주가가 모든 정보를

177) 행동경제학의 관점에서 시장에서의 "실제" 투자자들은 시장정보에 과잉반응(overreact)하기도 하고, 때로는 무디게 반응(underreact)하기도 하며 자신들이 보유하고 있는 정보에 대하여 실제 당해 정보가 가지고 있는 가치에 비하여 지나치게 높은 신뢰를 부여하기도 한다.

178) 계절효과(Calendar effects)는 이상현상들 중의 하나로써 뉴욕증권거래소에 상장되어 있는 모든 기업들의 주가의 단순평균치인 주가의 등가중치 지수의 경우 지수가 계절적인 패턴을 가지고 변동할 수 있다는 연구결과가 있다. Stephen .J . Taylor 「Asset price dynamics, volatility, and prediction」 Princeton University Press (2005) p59, 최승재 「효율적 시장가설의 규범 포섭」 증권법연구 제12권 제1호 제90면

179) "소음거래자이론(noise trader theory)"이란 자신이 스스로 리서치를 하거나 신문기사를 보고, 포트폴리오를 구성하여 위험을 분산시키지도 않고, 어떤 특수한 주식의 위험에 도박을 하는 것처럼 투자를 하는 유형의 거래자로서 시장의 정보에 적절하게 대응하지 않고, 심지어 역으로 행동하는 투자자들을 의미한다. 최승재 「효율적 시장가설의 규범 포섭」 증권법연구 제12권 제1호 제93면

180) 김화진, 전게서, 제62면

181) 焦津洪, 「"欺詐市场理论"研究」, 中国法学, 2003年 第2期, 113면

반영하고 있기에 거짓된 정보가 공개되거나 중요한 정보가 공개되지 않아도 주가는 변동성을 띠지 않을 것이고 준 강형시장에서 주가는 시장에 공개된 정보의 변화에 따라 변동할 것이며 진실한 정보가 반영되면 주가가 공정한 가격을 형성하지만 거짓 정보가 반영되면 주가는 그 정보에 의해 파동이 생길 것이다. 약형 효율성 시장에서는 주가는 역사적 정보를 반영하고 그 당시의 진실한 정보는 충분히 반영할 수 없다고 한다. 따라서 약형 효율성 시장에서는 시장사기행위로 인하여 주가가 영향을 받았다고 추정할 수 없으며 투자자는 증권시장에서 형성된 주가에 신뢰가 있을 수 없다고 한다.¹⁸²⁾ 뉴욕증권거래소도 완전한 강형시장은 아니고 준 강형 효율성 시장이며 기타 장외시장은 약형 효율성 시장이이기에 미국 일부 학자와 법원은 증권거래소 외의 증권거래시장에서는 시장사기이론을 당연하게 적용하는 것은 적절하지 못하다고 생각한다.¹⁸³⁾ 중국은 상해 A주식 주가지수(A 股指数)의 1993년부터 2000년까지의 각종 수치에 대한 실증연구를 한 결과 그 당시 중국의 증권시장은 약형 효율성 시장의 기준에 미치지 못했지만¹⁸⁴⁾ 현재는 약형시장으로 평가할 수 있다는 연구결과가 나왔다.¹⁸⁵⁾

중국은 시장사기이론을 도입하지 않았으나 시장사기이론으로 인한 입증책임의 전환효과에 대해서는 부실공시 손해배상소송에 대한 규정인 <배상규정>에서 규정하고 있다. <배상규정> 제18조는 아래와 같은 경우에 부실공시행위와 손해결과사이에 인과관계가 있다고 판단한다. 첫 번째, 투자자가 투자한 증권은 부실공시와 직접적인 연관이 있는 증권이며 두 번째, 투자자는 부실공시가 이루어진 날부터 공개된 날 또는 시정된 날 이전에 해당 증권을 매입하였고 세 번째, 투자자는 부실공시가 공개된 날 또는 시정된 날 후에 해당증권을 매도함으로써 손해가 발생했거나 계속

182) Macey&Miller, 「Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory」, 1990, vol.42 Stanford Law Review .p1059

183) Barbara Black , 「Fraud on the Market : A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transaction」 vol.62 North Colombia Law Review p435 (1984)

184) 张亦春, 周颖刚 「中国股市弱势有效吗?」, 金融研究 2001年 第3期 64면

185) 程肖, “证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任”, 人民出版社, 2004年版, 제201면

해당 증권을 소지함으로 인해 손해가 발생한 경우에 부실공시와 투자자의 손해는 인과관계가 있다고 판단하고 있다. 즉 투자자는 증권매매행위와 부실공시사이의 인과관계에 대하여 증명을 할 필요가 없고 법원은 부실공시가 이루어진 기간 동안 투자자가 해당 증권에 대하여 증권거래를 진행하였다는 증거만으로 인과관계가 존재한다고 판단하는 것이다. 이는 투자자의 입증책임을 대폭 감소한 것으로 시장사기이론이 그 이론적 근거가 되는 것이라고는 명시되지 않았으나 그 영향이 있는 것으로 생각된다.

〈배상규정〉 제19조는 인과관계가 없다고 판단하는 경우도 열거하였다. 첫 번째, 부실공시가 공개된 날 또는 시정된 날 전에 소지하고 있던 해당 증권을 매도한 경우, 두 번째, 부실공시가 공개된 날 또는 시정된 날 이후에 해당 증권을 매수한 경우, 세 번째, 부실공시를 알고 투자 한 경우, 네 번째, 모든 또는 일부 손해는 시장의 위험 등 기타 요소로 인하여 발생한 경우, 다섯 번째, 악의성 투자를 통한 시세 조종에 속하는 경우 등이 있다. 이로부터 〈배상규정〉 제18조의 인과관계에 대한 추정은 초보적 추정이고 피고가 반증을 통해 반박할 수 있음을 알 수 있다.

시장사기이론은 부실공시 손해배상소송에서 피해 투자자들의 인과관계 입증책임을 경감하여 손해배상이 이루어질 가능성을 증가시켰다. 시장사기이론이 미국에서 등장할 수 있었던 것은 미국의 특수한 법제도적 배경과 발달된 자본장이 있었기 때문이었다. 따라서 중국에서 도입을 하더라도 시장사기이론의 발전과정, 경제적 배경과 적용조건 등에 대하여 종합적으로 분석하고 현재 중국자본시장 자체의 효율성에 대해서도 면밀한 검토가 필요할 것으로 생각된다. 또한 중국의 불법행위 인과관계 판단의 이론과 실무에는 구소련으로부터 계수한 필수적 인과관계이론과 독일로부터 계수한 상당인과관계이론이 주류를 이루고 있고 손해인과관계와 거래인과관계의 이분법적 전통이 존재하지 않는다. 따라서 〈증권법〉에서만 거래인과관계와 손해인과관계의 이분법적 분석방법을 도입하고 거래인과관계에서 시장사기이론을 적용하여 인과관계를 추정하는 것은 현행 불법행위법의 인과관계법리와도 괴리가 생

길 수 있으므로 시장사기이론의 직접적인 도입은 어려움이 있을 것으로 생각된다.

1.2 인과관계 입증책임의 전환

입증책임의 문제는 주요사실의 확정을 위한 증거의 부족으로 인하여 진위불명의 상태에서 그 법적 불이익을 누구에게 부담시킬 것인가의 문제이다.¹⁸⁶⁾ 중국 <민사소송법> 제 64조는 “당사자는 자신이 주장한 사실에 대하여 증거를 제출할 책임이 있다.” 라고 규정하고 있다. 원칙적으로 손해배상법에서 입증책임의 분배의 원칙에 따르면 누구든지 자신에게 유리한 사실을 주장하고 입증하여야 한다. 이에 대한 예외로 입증책임의 경감과 입증책임의 전환이 있다. 입증책임의 전환은 입증책임 분배의 일반원리와는 달리 반대사실에 대하여 그 상대방에게 입증을 하도록 요구하고 그가 증명을 하지 못하면 그에게 불이익을 부담시키는 것을 말한다.¹⁸⁷⁾ 입증책임의 전환은 법률의 규정에 따라 이루어지는바 사안에 따라서 입증부담을 피해자에게 전적으로 부담시키는 것은 타당하지 않다고 하여 의사책임 또는 생산자책임 영역에서 입증책임의 전환을 인정한 판례가 많이 있다.

필연적 인과관계이론과 상당인과관계이론은 모두 원고에게 과중한 입증책임을 부과하였다. 이에 대하여 일부 학자들은 입증책임 분배 시 피고에게 인과관계 불성립의 입증책임을 부담하도록 하는 이른바 증명책임 전환의 이론을 적용할 것을 주장하고 있다.¹⁸⁸⁾ 그 이유는 아래와 같다.

소송의 경제성에 입각할 경우 증거에 접근하기 용이한 일방당사자가 입증책임을 지는 것이 더욱 합리적이다. 증거에 대해 쉽게 접근할 수 있는 일방이 증거를 취득함에 있어서 지불하는 비용이 상대적으로 적다. 시세조종 행위자는 일반적으로 증권전문지식을 소유하고 있고 시세조종행위가 증권가격에 미치는 영향에 대한 정보

186) 위계찬 「독일 손해배상법상 입증책임」 충남대학교 법학연구 제19권 제1호 2008.47면

187) 정동윤, 유병현, “민사소송법”, 법문사, 2007, 500면

188) 繆生 「操纵证券市场侵权责任之因果关系」 法学评论 2017年 第1期, 46면

가 충분하며 따라서 해당 시세조종행위가 증권가격의 변동과 인과관계가 있는지 여부에 대한 증거를 확보하기에 용이한 반면 피해자는 해당 증거에 접근하기 어려움으로 인과관계 입증책임을 시세조종 행위자가 부담하는 것이 더욱 합리하다.

증거수집능력에 입각할 경우 특정 사실에 대한 증명책임을 증거수집능력이 현저하게 결여한 일방이 부담하는 것은 공평의 이념에 어긋나기에 입증책임의 전환이 필요하다. 시세조종 행위자는 일반적으로 강한 경제력 및 시장에서의 우세적 지위를 차지하고 있기에 일반투자자와 비교했을 때 증거를 수집할 수 있는 수단이 다양하고 증거수집의 능력이 일반투자자보다 강하다. 따라서 입증책임을 시세조종행위자가 부담하는 것은 피해자가 입증의 어려움에서 벗어나는데 유리하다. 독일 판례에서는 위험영역원리가 입증책임의 전환을 위해서 중요하다고 하면서 “자신의 영역에 대해서는 자신이 책임을 져야하며, 따라서 그 영역의 불명확한 상황으로 인한 불이익은 자신이 책임을 진다”고 판시하였다.¹⁸⁹⁾

입법목적에 입각했을 경우 증권법에서 시세조종행위자의 손해배상책임을 규정하는 목적은 시세조종행위를 규제함으로써 증권시장을 건전히 하고 투자자의 합법적 이익을 보호하기 위함이다. 원고가 입증책임을 부담하도록 하면 원고는 유효한 증거를 제출하여 입증하기 어려움으로 인하여 패소할 확률이 압도적으로 크다. 따라서 증권법의 규제목적은 이를 수 없으며 피해자의 손해는 전보할 수 없게 됨으로 합법적 이익이 보호를 받지 못하게 된다. 입증책임을 피고가 부담하도록 하는 것은 통상적인 입증책임을 원고가 부담하는 원칙의 예외지만 열세지위에 처한 투자자의 이익을 보호하는 가치가 있고 시세조종행위를 억제할 수 있으며 증권시장의 건전한 발전에 유리하다.

제2절 손해액산정기준의 명확화

2.1 손해액 산정방식

189) 위계찬, 전계논문, 56면

(1) 부당이득반환방식

부당이득반환방식은 원고가 입은 손해뿐만 아니라 피고가 얻은 이익까지 손해배상액으로 삼아 그 이익을 원고에게 이전시키는 방식이다. 미국의 상당수의 법원은 차액배상을 원칙으로 삼으면서도 재량에 근거하여 부당이득반환방식을 인정하고 있다. 이런 방법은 증권을 중간에 제 3자에게 처분한 경우 증권가격의 인상으로 인한 이익은 원고가 누릴 수 있고, 매매 후 증권가격의 하락으로 인한 손실은 피고에게 부담시킬 수 있다는 점에서 원고에게 유리하다¹⁹⁰⁾.

(2) 실손해산정방식

피해자가 당해 증권을 취득함에 있어서 실제로 지급한 금액에서 당해 증권의 변론종결 시 시장가격을, 변론종결 전에 당해 증권을 처분한 때에는 그 처분가격을 공제한 금액을 손해액으로 보는 방식을 실손해산정방식이라 부른다.¹⁹¹⁾ 한국에는 이러한 산정방법을 시세조종사건에 원용한 사례가 있다.¹⁹²⁾ 그러나 이 방법은 피해자가 그 주식을 처분한 경우라면 처분시점의 주가수준이라는 우연한 사정에 의하여 주당 손해배상액의 범위가 달라지고, 처분하지 않은 경우 변론종결 시 라는 매수시기로부터 불확실한 미래의 시점을 처분가격으로 미리 정하는 것도 불합리하고 더불어 경제상황의 변동과 주식시장의 시황 등과 같이 시세 형성과 관련 있는 다양한 요소를 전혀 참작하지 않은 것이기에 채택하기 어렵다는 의견이 있다¹⁹³⁾.

대만도 실손해산정방식을 원용하여 손해액을 계산할 때 시세조종행위기간에 피해자가 매입한 증권가격과 시세조종행위가 폭로된 후 10일 동안의 종가의 평균 가격 사이의 차액을 산정 하는 방법을 채택하자는 의견이 있었으나¹⁹⁴⁾ 이러한 방법은 시

190) 김선식, 송옥렬, 전게서, 336면

191) 임재연, 전게서 529면

192) 부산고등법원 1998.8.27. 선고 98나574 판결; 대법원 2000.3.28. 선고 98다48934 판결

193) 임재연, 전게서 530면

194) 赖英照 전게서, 제505면

세조종행위가 종료된 후 10일 내에 증권시장의 불경기로 인하여 증권가격이 하락하면 행위자한테 불리할 수 있고 반대로 주가상승에 유리한 정보가 공개됨에 따라 주식시장이 호황을 이루는 경우 피해 투자자에게 불리할 수 있는 등 실제 증권가격의 변동요소들을 고려하지 않은 방법으로 판단되어 현재는 많이 사용되지 않고 있다¹⁹⁵⁾.

(2) 차액산정방식

차액배상방식은 피해자가 실제로 지급한 가격과 사기적 행위가 없었더라면 형성되었을 정상주가간의 차액을 배상하는 방식이다. ¹⁹⁶⁾ 이러한 방식은 민법상 불법행위로 인한 손해배상 산정의 원칙에 따라 멸실된 재산액의 가액을 산정할 때 원칙적으로 불법행위 당시를 기준으로 불법행위가 없었다면 존재하였을 재산상태와 불법행위로 인하여 초래된 상태를 비교하여 손해액을 산정하는 방식을 수용한 것이다.¹⁹⁷⁾ 차액산정방식은 한국의 통설적 견해라 할 수 있으며 “현대전자 사건”, “대한방직 사건”, “세종 하이테크사건”에서 원심과 상고심이 일치하게 채택하고 있는 방식이며 원고 피고의 감정인이 모두 인정하는 방식이다.¹⁹⁸⁾

정상주가의 산정은 사건연구방법(event study)을 통하여 산정한다. 사건연구방법은 회귀분석으로 시세조종행위가 증권가격에 미친 효과를 산출하는 방법이다.¹⁹⁹⁾ 한국 대법원 판례에 의하면 사건연구방법은 특정사건이 발생한 기간의 주가동향과 당해 사건이 없었더라면 진행되었을 주가동향을 비교하여 그 차이가 통계적 의미가 있는 경우에 시세조종행위의 영향을 받았다고 간주하여 사건기간 이전이나 이후의 일정기간의 종합지수, 업종지수, 및 동종업체의 주가 등 공개된 지표 중 가장 적절

195) 张玮心 「操纵证券市场的非法所得与损害赔偿额计算」, 证券法律评论, 2017, 366면

196) 김건식, 「증권거래법」 두성사 2004 287면; 장상균, "시세조종행위로 인한 손해배상청구소송에 있어서 손해액의 계산" BFL 제6호 서울대학교 금융법센터 .2004.92면

197) 송호신, 전제논문, 127면

198) 장상균, 전제논문, 92면

199) 윤광균, 「증권사기로 인한 민·형사책임에 있어서의 손해와 이익의 산정」, 법조 2016. 164면

한 것을 근거로 도출된 회귀방정식을 이용하여 사건기간 동안의 정상수익률을 산정한 다음 이를 기초로 사건기간 중 정상주가를 추정하는 금융경제학적 방식이다.²⁰⁰⁾

사건연구방법에서 우선 주가가 시세조종행위에 의해 조작되지 않은 시기(추정기간)를 설정하고 다음으로 시세조종행위가 영향을 미치는 기간(사건기간)을 정의한다. 그리고 사건기간의 비정상주가수익률을 산출하고 마지막으로 비정상주가수익률의 정상주가수익률과의 통계적 유의성에 대해 검증 한다²⁰¹⁾.

사건연구결과의 신뢰성과 타당성을 인정받기 위해서는 사건기간(시세조종행위가 발생한 기간)과 추정기간(시세조종행위가 발생한 기간 이전의 일정 기간)에 대한 설정이 합리적 이여야 한다. 한국 법원은 구체적인 손해액이나 이익을 산정하기 위해 제출된 사건연구방법에 의한 감정결과를 엄격한 기준으로 채택하고 있다. 대법원 2004.5.27.선고,2003다55486판결에서는 시세조종기간 중 당해 회사가 액면분할을 실시하였음에도 그 효과를 제대로 반영하지 못한 사건연구결과를 믿지 않았고 2007.11.30.선고2006다58578판결에서는 시세조종행위가 시작된 날과 멀리 떨어진 약 4개월이나 이전인 날을 사건기간의 개시일로 삼은 것과 추정기간에 주가의 기대수익률에 큰 영향을 미칠 수 있는 당해 회사의 구조적 변화가 일어나기 이전의 기간을 포함한 것은 정상주가의 산정을 위한 회귀방정식의 신뢰도에 결정적인 문제를 일으키는 사유에 해당하다고 하여 원고의 사건연구결과를 채택하지 않았다.²⁰²⁾

2.2 각국의 판례

200) 대법원 2004. 5.28 선고 2003다69607,69614판결

201) 비정상주가수익률은 먼저 비정상주가를 파악하고 일정한 재무공식에 의해 계산한다. 예컨대 회귀방정식의 근거로 삼는 공개된 지표가 종합주가지수라고 하고 시세조종 목적주식이 시세조종행위가 없었던 추정기간동안에는 통상 종합주가지수와 X라는 일정한 함수 관계를 유지하면서 움직였다고 가정하면 이러한 X라는 함수를 도출해 낸 후 이를 사건기간동안 왜곡된 비정상주가에 적용하여 비정상주가수익률을 계산한다. 계산된 비정상주가수익률이 통계적으로 유의미하면 주가가 시세조종행위의 영향을 받았음을 의미하며 정상주가는 종합주가지수의 변동률에 따라 산정되어야 한다. 김주영, 김태선 「주가조작에 따른 손해배상청구사건에 있어서 배상액의 산정 방법에 관한 고찰」, 증권법연구 2006. 2권 1호, 122면

202) 윤광균, 전계논문, 169면

(1)미국판례

부당이득 반환방식을 원용한 사례로 미국의 *Affiliated Ute Citizens .v. United States* 사건이 있다.²⁰³⁾

미국의 서남부의 Ute부락은 풍부한 석유, 천연가스 및 광산자원이 있다. 이 부락은 내부에서 법안을 공포하여 부락 내 혼혈구성원과 순혈구성원사이의 재산분배규정을 제정하였다. 동 법안에 근거하여 혼혈구성원들은 그들의 대표를 선출하고 Ute Distribution Corp (이하UCD) 회사를 설립하여 혼혈구성원들에게 분배할 석유, 천연가스등 자산에 대해 관리하도록 하였다. UCD회사는 혼혈구성원의 명의로 주식을 발행하고 은행과 협의를 체결하여 은행에 UCD회사 주식의 거래를 위탁하였다. 1965년 2월 12명의 혼혈구성원들이 은행직원 2명을 상대로 소를 제기하였는데 이유는 두 은행원 (G와H)이 1934년 <증권거래법>10b-5를 위반했기 때문이었다. 법원은 조사를 통해 12명의 혼혈인 원고가 모두 UCD회사 주식 120주를 매도하였고 G가 그중 10주를 H가 그 중 6주를 매입하였으며 1964-1965년 사이 혼혈구성원 주식의 가격은 매주 300부터 700달러사이로서 그 당시 매 주의 실제 가치인 700달러보다 낮은 가격에 거래되고 있음을 발견하였다. G와H는 자신들이 관리하고 있는 UDC주식을 투자자들에게 저가에 팔고 수수료를 받았던 것이다. 지방법원은 G와H가 시장에서 형성된 공정한 가격보다 낮은 가격으로 팔아 주식의 가격의 하락을 유도한 후 본인들이 주식을 취득한 것은 사실상 시세조종에 해당한다고 판시하고 혼혈인 구성원들의 G와H의 시세조종행위로 인하여 받아야할 손해배상액은 피고가 UDC 주식을 매도하여 얻은 이윤을 기준으로 한다고 판시하였다. 지방법원은 원고의 손해는 보통 시세조종행위가 발생하지 않았을 때의 정상주가와 시세조종으로 인한 주가의 차액인데 피고가 얻은 이익이 원고의 실제 손실보다 많을 경우 손해배상액은 피고의 이득을 기준으로 한다고 판시하였다.²⁰⁴⁾

203) 胡軒之, 張雲輝譯 “萊瑞 D 索德奎斯特 美國證券法解讀”, 法律出版社, 2004年 276-277면

204) *Affiliated UTE Citizens .v. United States* 406. US 128 (1972)

위의 판례에서는 시세조종행위자가 증권을 제3자에게 처분한 경우 그 이익을 피해자에게 반환하도록 하였는데 이러한 산정방식은 매매 후 증권가격의 인상으로 인한 이익은 원고가 누릴 수 있고 매매 후 증권가격의 하락으로 인한 손실은 피고에게 부담시킬 수 있다는 점에서 원고에게 유리하다.²⁰⁵⁾ 그러나 이러한 산정방식은 상식적으로 이해하기 어려운 부분이 있기에 법원이 재량에 따라 특수한 경우에 적용하는 것이 적절할 것으로 판단된다.

(2)한국판례

현재 한국에서 통설로 정립되고 있는 차액산정방식에 대한 전형 사례로 「현대전자 시세조종사건」이 있다. 1998년 4월 4일부터 1998년 11월 12일 까지 약 7개월에 걸쳐 현대증권(주)과 현대전자(주)의 임원들이 공모하여 현대그룹의 자금을 동원함으로써 현대전자의 주식에 대하여 현실거래에 의한 시세조종행위를 하였다.

동 사건에서 대법원은 원고의 감정인들이 사건연구방법을 통해 분석한 정상주가의 산정방법을 인정하였다. 이번 사건연구방법에서 추정기간에 대해 현대전자가 상장되어 거래되기 시작한 1997년 1월 3일 부터 이 사건 시세조종행위가 시작되기 직전인 1998년 4월 8일까지 371거래일로 설정하고 동 추정기간동안 거래소 종합주가 지수, 업종지수, 동종업체의 주가 등 세 가지 값을 설명변수로 삼아 시계열분석에 의하여 같은 기간 동안 현대전자의 주가를 가장 잘 설명해 줄 수 있는 회귀방정식을 도출하였다. 사건기간은 시세조종행위가 개시된 1998년 4월 9일부터 시세조종행위가 시장에 알려지기 전날(금융감독원이 검찰에 수사를 의뢰한 날)인 1998년 4월 7일 까지 276일로 설정하였다. 그리고 위에서 도출한 회귀방정식을 이용하여 현대전자 주가의 정상수익률과 실제로 형성된 주가에 의한 실제수익률을 산정하고 비정상수익률(=정상수익률-실제수익률)의 유의성을 검증하였다. 그 결과 1998년 5월 25일 까지 시세조종행위가 실제주가에 영향을 미쳤다고 보기 어려우나, 1998년 5월 26일

205) 김건식, 송옥렬, 전계서, 336면

부터 누적비정상수익률이 급격히 상승, 지속적으로 양(+)의 값을 갖기 시작하여 같은 해 9월 10일 최고치를 이룬 후 서서히 떨어지기 시작하나 사건기간 말일인 1999년 4월 7일에도 여전히 양(+)의 값을 유지하고 있는 것으로 타나난 것을 근거로 이 사건 각 시세조종행위가 1998년 6월 1일부터 1999년 4월 7일 까지 사이에 현대전자 주가의 정상가격에 영향을 미친 것으로 감정하였다.²⁰⁶⁾

제3절 대표자소송방식의 개선

3.1 사전절차의 실질적 폐지와 소송허가절차의 도입

사전절차는 <증권법>에 위배되고 당사자의 소송권을 엄중히 침해하는 절차이다. 비록 사전절차에 관한 최고인민법원의 사법해석이 아직 효력이 있으나 법원은 사전절차에 대한 실질적인 적용을 멈추는 것이 바람직한 것으로 생각된다. 대신에 증권 불법행위로 인한 손해배상소송은 소송참여자 규모가 방대하고 소송청구금액이 크고 소송이 진행되면 피고 또는 피고의 회사가 상당한 타격을 받을 수 있다는 점을 고려하여 증권집단소송제도의 소송허가절차를 도입하는 것을 건의한다.

증권집단소송제도의 소송허가절차는 집단소송이 진행되기 전 본안절차의 진행에 앞서 법원이 소송허가를 결정하는 절차로서 다수성, 쟁점의 공통성, 적합성 및 효율성을 심사하여야 하며 원칙적으로 본안소송에서 다루어질 손해배상책임의 성립, 손해배상액 등 문제는 심리의 대상이 아니다.²⁰⁷⁾

다수성에 대해 미국 연방민사소송규칙(FRCP)²⁰⁸⁾은 집단구성원의 총원이 너무 많아 모든 구성원의 참여가 실용적이지 않는 경우로 규정하고 있고 한국 증권집단소송법은 제 12조 1항은 집단구성원의 총원이 50명 이상, 구성원이 보유한 유가증권의 합계가 피고 회사의 발행 유가증권 총수의 1만분의 1이상인 경우로 규정하고 있

206) 장상균, 전계논문, 87면

207) 박철희, “증권집단소송과 화해”, 2007년 경인문화사, 24면

208) FRCP 23 (a)(1): the class is so numerous that joinder of all members is impracticable

다. 그러나 동 조항 후단의 규정에 의하면 소액 피해자들만 있는 경우는 집단소송을 제기하기 어렵다는 견해도 있다²⁰⁹⁾.

쟁점의 공통성에 대해 미국 연방민사소송규칙(FRCP)²¹⁰⁾은 법률상 또는 사실상의 중요한 쟁점이 모든 구성원에게 공통되어야 한다고 규정하고 있으며 한국 증권집단소송법 제12조 1항 2호도 이와 같이 규정하고 있다.

적합성 및 효율성에 대해 미국 연방민사소송규칙(FRCP)²¹¹⁾은 다수 구성원들의 피해 회복을 위하여 소송경제상 집단소송이 다른 구제수단보다 공정하고 효율적일 것을 요구한다. 한국 증권집단소송법 제12조 제1항 제3호도 이와 유사하게 증권집단소송이 총원의 권리실현이나 이익보호에 적합하고 효율적인 수단이어야 한다고 규정하고 있다.

소송허가요건의 심리 방식은 대표당사자가 되기 위하여 증권집단소송의 소를 제기하는 자와 피고를 심문하여 결정할 수 있다. 법원은 직권을 행사하여 손해배상청구의 원인행위에 대한 기초조사를 진행할 수 있다. 피고도 심문하는 이유는 일단 집단소송이 제기되면 피고가 되는 자는 사회적, 경제적 신뢰도 등에 타격을 입을 가능성이 있기에 피고를 심문해서 불이익을 방어할 수 있는 기회를 주기 위함이다.²¹²⁾

이와 같이 법원은 소송청구가 민사소송법 제108조 제소요건을 만족시키고, 대표당사자의 요건 과 소송허가요건이 갖추어진 경우 증권집단소송을 허가하는 방법을 채택할 수 있다.

3.2 판결의 기판력의 문제

209) 예컨대 모 회사의 시가총액이 69억이라면 집단소송을 제기하고자 하는 구성원들이 불법행위가 발생한 당시 보유하고 있던 유가증권의 수가 69만주 이상이어야 하는 것이다.

210) FRCP 23 (a)(2):there are questions of law or fact common to the class

211) FRCP 23 (c)(3): the court finds that the questions of law or fact common to class members predominate over any questions affecting only individual members, and that a class action is superior to other available methods for fairly and efficiently adjudicating the controversy.

212) 이상복, “증권집단소송론”, 삼우사, 2004. 349면

묵시적 참여제도는 사실상 명시적으로 불참의사를 보이지 않은 주체에게 원고의 자격을 강제적으로 부여하는 것이다. 그렇게 되면 소송 참여의사가 없으나 제외권을 행사하지 못한 잠재적 원고는 판결의 구속을 받고 그 기판력에 의해 향후 같은 소송목적물에 대해 소송을 제기할 수 없게 된다. 이것이 판결의 기판력이다. 기판력은 일반적으로 전에 효력을 발생한 판결은 기판력을 가지며 후에 진행하는 소송은 전에 존재한 판결과 반대되는 판단을 하여서는 안 되며 전의 판결에서 판시한 내용에 대해 당사자는 다시 소를 제기할 수 없다고 해석한다. 물론 판결문의 모든 내용이 기판력이 있는 것은 아니다. 중국 최고인민법원은 기판력에 대하여 판결문 중 당사자의 주장, 사실관계 진술과 소송청구는 기판력이 없으며 심리과정에서 쟁점과 직접적인 연관이 없는 부수적인 사실로 인정된 부분도 일반적으로 기판력이 없는바 기판력이 있는 부분은 전 소송에서의 소송목적물, 쟁점과 관련된 사실관계에 대한 변론 및 반대심문을 결친 내용은 기판력이 있다²¹³⁾고 판시하였다.

연방규칙 제23조(c)(3)은 판결문에 집단구성원의 범위가 표시 되어야만 판결의 효력에 구속받는 당사자가 확정된다고 규정하고 있다. 따라서 손해배상소송에서 집단 구성원에게 실행 가능한 최선(best practicable)의 통지를 하여야 하고 또 제외신고의 기회가 허용되어야만 당해 판결이 집단구성원에게 구속력이 있다.²¹⁴⁾ 잠재적 구성원에 대한 통지가 잘 이루어지고 그로 인해 제외신고를 하려는 자의 소송에 참여하지 않을 권리가 최대한 보장이 되어야만 묵시적 참여제도로 인하여 판결의 기판력이 당사자의 권리에 대한 침해가 되지 않을 것이다.

213) (2017)最高法行申265号行政裁定

214) 연방규칙 23조(c)(2)(B): For (b)(3) Classes. For any class certified under Rule 23(b)(3)—or upon ordering notice under Rule 23(e)(1) to a class proposed to be certified for purposes of settlement under Rule 23(b)(3)—the court must direct to class members the best notice that is practicable under the circumstances, including individual notice to all members who can be identified through reasonable effort. The notice may be by one or more of the following: United States mail, electronic means, or other appropriate means. The notice must clearly and concisely state in plain, easily understood language

3.3 의무적 통지제도의 확립

묵시적 참여제도의 확립에 있어서 법원의 의무적 통지제도의 구축은 필수적이다. 법원은 집단구성원에게 소송에 대한 진행사항을 적절한 시기에 통지하여 구성원들이 소송과 관련된 자신의 권리를 행사할 수 있도록 하여야 한다. 따라서 소의 제기 단계에서 집단소송이 잠재적 원고에게 부적절하거나 불리하다고 판단되면 소송에서 탈퇴할 수 있는 제외신고권을 행사할 수 있어야 한다. 통지를 통해 잠재적 원고는 자신의 판단에 근거하여 제외신고를 행사할지 소송에 참여하여 판결의 구속을 받을지 결정할 수 있다. 미국에서는 소의 제기단계 외에 집단 인가가 된 경우, 화해가 신청된 경우에도 집단구성원에게 통지를 하는데 이는 구성원의 권리를 보장하고 소송의 공정성을 확보하기 위함이다.

통지의 내용에 대해서 미국은 연방규칙 제23조(c)(2)(B)는 법원은 합리적인 노력을 통하여 확인할 수 있는 모든 집단구성원에게 개별적 통지 등 실행이 가능한 최선의 통지를 하여야 한다고 규정하였다. 증권민사소송개력법(PSLRA)은 “소가 제기된 사실은 널리 전국을 단위로 하는 경제관련 출판물이나 통신사를 통해 공고될 것”이라고 규정하고 있다. 2003년 개정된 연방 민사소송규칙안은 소송의 성질, 집단의 정의, 집단의 청구와 항변, 제외신고의 권리, 변호사를 통한 출석권리, 판결의 효력에 대한 정보의 통지는 평범하고 쉽게 이해할 수 있는 언어로 간결하고 명료하게 기재되어야 한다고 규정하고 있다.²¹⁵⁾

한국은 <증권관련집단소송법> 제 10조 제1항, 제2항에 법원은 대표당사자가 되기 위하여 증권집단소송의 소를 제기하는 자가 제출한 소장 및 소송허가신청서를 접수한 날부터 10일 이내에 증권관련집단소송의 소가 제기되었다는 사실, 총원의 범위, 청구의 취지, 및 원인의 요지, 대표당사자가 되기를 원하는 구성원은 공고가 있는

215) Manual for Complex Litigation Third 30조 211

날부터 30일 이내에 법원에 신청서를 제출하여야 한다는 사실을 공고하여야 하고 이 공고는 전국을 보급지역으로 하는 일간신문에 게재하는 등 대법원규칙으로 정하는 방법에 의한다고 규정하였다.

중국은 의무적 공고절차가 존재하지 않고 소송절차에서의 모든 통지는 법원의 재량으로 이루어진다. 위에서 언급한 미국과 한국의 관련 제도를 참고하면 소재기가 된 후 진행되는 통지에는 집단구성원이 제외신고권의 행사여부를 결정하는데 필요한 소송에 대한 정보가 포함되어야 한다. 즉, 인가된 집단의 범위, 집단의 청구와 항변, 제외신고를 하면 소송에서 제외된다는 사실, 제외신고의 기한, 그리고 제외되지 않으면 집단구성원에게 판결의 결과가 구속력을 발휘하게 된다는 사실 등이 포함되어야 한다. 이러한 공고는 전국성적인 신문이거나 매체를 통해 하여야 하며 법원의 인터넷 사이트에 공고 또는 증권협회의 사이트에도 공고를 하는 것이 적절하다고 생각된다.

소송과정 중에도 다음과 같은 사항을 공고하여야 한다. 대표자가 선임된 후 해당 대표자의 기본정보 및 대표자로 선정한 이유, 소송 중 대표자가 변경된 경우 변경의 사유, 초보적인 화해가 이루어진 후 화해협의를 내용 등이 있다. 법원에서 별도로 증권관련집단소송을 위해 공고를 진행하는 플랫폼을 만들고 해당 플랫폼을 통해 공고하는 방법을 제안한다.

3.4 대표자선임방법의 개선

미국은 법원이 대표원고가 되고자 하는 자의 신청서를 수령한 후 집단소송 필수요건 중 “전형성”과 “적절성”을 주요 판단기준으로 하여 대표원고의 적절성을 검토한다. 소장제출에 관한 통지가 있는 후 90일 이내에 법원은 소장을 제출한 자들과 대표원고 선정을 위한 신청을 한 자들 중에서 집단구성원의 이해관계를 가장 적절히 대표할 수 있을 것으로 추정되는 자를 대표원고로 선정한다.²¹⁶⁾

연방소송규칙 (FRCP)제 23조 (a)에서는 집단소송의 성립에 대하여 다수성, 공통성, 전형성, 대표의 적절성 등 4개의 요건을 규정하였다. 그 중 특별히 대표원고에 대한 요건을 볼 수 있는 것은 전형성과 적절성이다.

대표원고의 청구의 기본적인 사실관계가 집단구성원의 청구의 기본적인 사실관계와 동일하면 전형성은 충족된다.²¹⁷⁾ 즉 대표원고의 청구가 집단구성원의 청구와 동일한 사건의 과정에서 발생하였고 법적 주장이 유사하면 전형성은 충족된다. 대표원고의 손해의 원인이 집단구성원에 대한 피고의 위법행위이거나 또는 그와 직접적인 관련이 있어야 한다.²¹⁸⁾

대표원고는 집단의 이해관계를 공정하고 적절하게(fairly and adequately) 보호하여야 한다. 즉 대표원고는 사건을 이해할 수 있어야 하고 경제적 능력을 소유함과 동시에 집단구성원의 이익을 성실하게 보호할 수 있어야 한다. 경제적 능력을 요구하는 이유는 대표원고는 패소할 경우에 피고 측의 소송비용을 부담할 경제적 능력이 필요하기 때문이다. 집단구성원의 이익을 성실하게 보호하려면 두 가지 요건을 충족시켜야 한다. 첫 번째 ,대표원고들이 변호사를 통하여 집단의 주장을 적극적으로 주장할 것으로 보여야 한다. 두 번째 ,선정된 대표원고들의 이해관계와 기타 구성원들의 이해관계 사이에 이해충돌이나 또는 대립관계가 없어야 한다.²¹⁹⁾

한국은 법원의 허가를 받아 총원을 위하여 증권관련집단소송절차를 수행하는 1인 또는 수인의 구성원을 대표당사자라고 칭한다.²²⁰⁾ 대표당사자는 구성원 중에서 당해 증권집단소송으로 인하여 얻을 수 있는 경제적 이익이 가장 큰 자 등 총원의 이익을 공정하고 적절히 대표할 수 있는 구성원이어야 한다. 이는 대표당사자가 집단의 이익을 공정하고 적절하게 대표할 수 있게 하기 위함이다.²²¹⁾ 최근 3년간 3건 이상

216) 1993년 증권법 27(a)(3)(B)(i), 1934년 증권거래법 21조D(a)(3)(B)(i)

217) Alpern .v.Utilcorp United , Inc ,84 F3d 1525,1540 (8th Cir 1996)

218) 최정식, 전게서, 57면

219) Flanagan .v.Aherm,521 U.S.1114 (1997)

220) <증권관련집단소송법>, 제2조 제4호: "대표당사자"란 법원의 허가를 받아 총원을 위하여 증권관련집단소송 절차를 수행하는 1인 또는 수인의 구성원을 말한다.

221) 최정식, 전게서 ,199면

의 증권집단소송의 대표당사자로 관여하였던 자는 대표당사자가 될 수 없으나 예외적으로 제반 사정에 비취서 총원의 이익을 공정하고 적절히 대표하는데 지장이 없다고 법원이 인정하면 대표당사자로 선정될 수 있다.²²²⁾ 이는 직업적 원고에 대한 규제이다. 직업적 원고의 소송관여의 횟수를 법으로 제한하는 것은 변호사들이 명목적 원고를 고용하여 소송의 청구원인을 구체적으로 특정하지 않고 허술하게 소송을 일단 제기한 다음에 적당한 금원으로 화해를 함으로써 변호사보수를 챙기려는 것을 막기 위한 것이다. 대표당사자는 당해 증권관련집단소송을 수행하기 위하여 또는 소송대리인의 지시에 따라 당해 증권관련집단소송과 관련된 유가증권을 취득해서는 안된다는 규정도 있다.²²³⁾ 이는 소송을 통하여 이익을 얻을 목적으로 증권을 취득하는 자는 일반투자자와 달리 행동하고 따라서 그의 항변은 특별항변에 해당되어 적합한 당사자가 될 수 없기 때문이다. ²²⁴⁾

대표원고의 자격요건을 규정하는 주요한 원인은 한편으로는 대표원고가 구성원의 이익을 더욱 잘 보호할 수 있도록 하기 위함이고 다른 한편으로는 증권집단소송의 남소를 방지하기 위함이다. 중국의 대표자에 대한 기준 역시 위의 두 가지 요건을 만족시켜야 한다고 생각한다. 우선은 전형성 요건을 만족하여 대표자와 집단구성원의 법적 주장이 유사하여야 하고 적절성 요건을 만족하여 대표원고가 소송을 수행할 경제적 능력과 지적 능력을 겸비하여야 하며 기타 집단구성원들과 참여하게 대립되는 이해관계가 없어야 한다. 그리고 마지막으로 직업적 원고를 근절하기 위하

222) <증권관련집단소송법> 제11조: ①대표당사자는 구성원 중 해당 증권관련집단소송으로 얻을 수 있는 경제적 이익이 가장 큰 자 등 총원의 이익을 공정하고 적절하게 대표할 수 있는 구성원이어야 한다.②증권관련집단소송의 원고측 소송대리인은 총원의 이익을 공정하고 적절하게 대리할 수 있는 자이어야 한다.③최근 3년간 3건 이상의 증권관련집단소송에 대표당사자 또는 대표당사자의 소송대리인으로 관여하였던 자는 증권관련집단소송의 대표당사자 또는 원고측 소송대리인이 될 수 없다. 다만, 여러 사정에 비추어 볼 때 제1항 및 제2항에 따른 요건을 충족하는 데에 지장이 없다고 법원이 인정하는 자는 그러하지 아니하다.

223) <증권관련집단소송법> 제9조 제2항 :제7조제1항에 따라 소를 제기하는 자는 소송허가신청서에 다음 각 호의 사항을 진술한 문서를 첨부하여야 한다.①해당 증권관련집단소송을 수행하기 위하여 또는 소송대리인의 지시에 따라 해당 증권관련집단소송과 관련된 증권을 취득하지 아니하였다는 사실

224) 최정식 ,전게서 201면

여 한국의 관련규정 중 일정한 기한 내에 대표자로 될 수 있는 횟수를 제한하는 방식도 참고할 수 있을 것으로 생각된다.

제4절 형사규제의 개선의견

4.1 포괄적 일반조항의 사법해석을 통한 구체화

(1) 포괄적 사기조항의 죄형법정원칙의 위반여부

중국 내에서 포괄적 사기조항의 죄형법정원칙의 위반여부에 대한 논의는 위반과 위반이 아니라는 두 가지 부동한 견해를 이루고 있다.

우선 중국 <형법> 규정에서 포괄적 일반조항은 증권·선물 시세조종죄의 조항에만 존재하는 것이 아니다²²⁵⁾. 죄형법정주의는 형법의 내용이 명확성을 확보할 것을 요구하고 있다. 즉 범죄의 구성요건과 형벌이 명확하여야 하는 것이다²²⁶⁾. 그러나 입법의 한계와 사회활동의 다변성 등으로 인해 죄형법정주의원칙의 명확성은 실제 법에서 잘 체현되지 못하고 있다.²²⁷⁾ 중국 <형법>의 내용 중 명확성에 부합되지 않는 대표적인 입법방법에는 “정황범(情节犯)”²²⁸⁾과 “포괄범(兜底犯)”²²⁹⁾이 있다. 포괄적 일반조항이 형법의 죄형법정주의와 충돌이 존재하고 형법규정의 구체적 내용을 명확히 파악하는데 어려움을 조성하고 있는 동시에 포괄적 일반조항을 해석할 때 사법부의 자의적 해석과 법관의 재량권의 남용 위험성이 존재함을 인정하는 것이 학계의 통설이다.²³⁰⁾ 그러나 그럼에도 불구하고 포괄적 일반조항은 존재할 수

225) 현행 중국 <형법> 조항 중 포괄적 일반조항을 포함한 범죄는 44개가 된다.

226) 이규호, 전거서 26면

227) 刘艳红, 「开放的犯罪构成要件理论研究」, 中国政法大学出版社, 2002年版, 306면

228) 정황범(情节犯)은 형법 조항에 범죄행위가 초래한 결과의 엄중한 정도 또는 사회적 위험성의 정도를 해당 범죄의 구성요건중의 하나로 간주하는 범죄를 뜻하며 엄중한 정도에 대해 형법 자체의 규정에는 구체적인 판단기준에 대해 명시하지 않고 있으며 일반적으로 사법해석을 통해 명시한다.

229) 포괄범(兜底犯)은 형법조문에서 범죄를 구성하는 행위에 대해 열거하고, 조항의 말미에 앞서 열거한 행위 외의 “기타 행위, 방법, 수단을 통해 범죄를 행하는 경우”라는 문구를 삽입한 범죄를 말한다. 증권·선물 시세조종죄는 “포괄범”에 속한다.

230) 周光权, “刑法总论”, 中国人民大学出版社, 2008年版, 142면

밖에 없다고 보는 견해가 있다.²³¹⁾ 포괄적 일반조항의 적용을 지지하는 입장을 가진 학자들은 포괄적 일반조항은 법에 의해 규정되지 않은 행위를 처벌하는 것이 아니라 전에 열거한 행위들을 바탕으로 해당 범죄의 범죄행위 기본특징을 도출하고 도출된 기본특징에 근거하여 특정 행위의 위법성여부를 분석하는 것이기에 확대해석도 유추해석도 아니며 따라서 죄형법정원칙에 위배되지 않는다고 주장한다.²³²⁾ 재판 실무에서 포괄적 일반조항의 적용상황에 대해 실증분석을 한데 의하면 1997년부터 2008년 사이 각급 법원이 심리한 사건 중 20833개 사건을 표본사건으로 하여 조사한 결과 2만여개 사건 중 308개 사건이 포괄적 일반조항이 있는 범죄에 관련된 것이고 그 중 7개 사건이 범죄인의 행위에 대하여 포괄적 일반조항을 적용하여 죄를 판단정하였다.²³³⁾ 보다는죄 법원은 포괄적 일반조항에 있어서 매우 조심스러운 태도를 보이고 있음을 알 수 있다. 따라서 이는 일부 학자들이 우려했던바 와 같이 포괄적 일반조항의 남용현상은 나타나지 않고 있음을 말해준다. 필자도 포괄적 일반조항의 적용을 지지하는 입장이다. 다만 포괄적 일반조항의 적용을 허용하되 그 구체적인 적용 방법에 대한 원칙적인 규정은 제정하여 법관과 입법자의 유추해석과 확대해석을 방지하여야 한다고 생각된다. 구체적 원칙은 다음과 같다.

첫 번째 , 포괄적 일반조항을 적용하기 전에 해당 범죄행위가 기타 조항의 범죄구성요건을 만족시키면 기타 조항을 적용하여 범죄구성여부를 판단하고 기타 조항을 적용할 경우 범죄행위와 책임사이에 엄중한 괴리가 생길 경우에만 포괄적 일반조항을 적용하여야 한다.

231) 포괄적 일반조항이 형법조항의 명확성과 거리가 있음은 부정할 수 없으나 중국 사회가 급속한 변화를 보이고 있는 형세 하에 새로운 불법행위에 대해 입법자가 모두 예견한다는 것 또한 현실적이지 못하고 포괄적 일반조항은 마침 법률조항의 포섭범위를 확대할 수 있으며 명문상 규정이 없어 형사적 규제를 가하지 못하는 문제를 해결할 수 있고 범죄자가 규정이 없어 처벌을 회피하는 상황을 피면하고 개인의 법익과 사회법익을 보호하는 작용을 할 수 있다. 何荣功, 「刑法“兜底条款”的适用与：抢帽子交易的定性」, 法学, 2011年 第6期, 157면

232) 王崇青, 「“抢帽子”交易的刑法性质探析—以汪建中操纵市场案为视角」, 政治与法律, 2011年 第1期, 47면

233) 白建军, 「坚硬的理论, 弹性的规则—罪刑法定研究」, 北京大学学报, 2008年, 第45卷 第6期, 35면

두 번째 포괄적 일반조항 적용 시 “동질성(同质性)”을 면밀히 검토하여야 한다. “동질성”은 포괄적 일반조항을 적용하여 인정한 범죄가 바로 앞에서 열거한 일련의 범죄행위와 법적성질이 동일하여야 한다. 시세조종행위의 경우 시세를 변동시켜 일반투자자들의 오해를 유발하여 거래를 유인할 주관적 목적과 증권시장의 수급관계를 왜곡하는 객관적 행위에 대한 검토를 통해 시세조종행위의 판단이 이루어져야 한다.

시세조종행위의 경우 시세조종행위에 대한 금지규정인 <증권법> 제77조에서도 포괄적 금지조항이 있다. 이와 같이 형법(2차 규범²³⁴⁾)과 민법, 상법, 행정법(1차 규범)에 포괄적 금지조항이 동시에 존재하는 경우 1차 규범에서 규제하지 않은 행위에 대해 형법은 포괄적 일반조항을 적용하여 그 위법성을 인정하지 말아야 한다는 견해가 있다. 그 이유로는 1차 규범에서 그 위법성을 확정하지 못한 행위에 대해 형법이 앞서 규제를 할 경우 법률근거가 충분하지 않을 수 있고 형법의 보장법으로서의 기본이념에 적합하지 않는다는 것이다²³⁵⁾. 필자는 이 관점에 동의하지 않는다. 형법은 2차 규범이기는 하나 불법행위에 대한 규제에 있어서 독립적인 역할을 수행하여야 하고 민법, 상법 및 행정법 등 기타 법률의 영향을 받지 말아야 한다고 생각된다. 따라서 특정 행위에 대한 위법성의 판단도 기타 법률의 구애를 받지 말아야 한다고 본다. 실무에서도 <증권법>이 명문으로 금지하지 않은 시세조종행위인 선행거래에 대하여 최고인민검찰원과公安부가 연합하여 발포한 <기소규정(2)>를 통해 처벌하고 있는 것과 같이 형법규제는 자체의 체계 내에서 포괄적 일반조항의 적용법칙에 근거하여 사법해석에서 독자적으로 시세조종행위에 대해 규정하고 규제할 수 있다고 생각된다.

234) 중국 형법이론의 근거하면 민법, 상법, 행정법은 1차 규범이고 형법은 2차 규범이다. 2차 규범은 1차 규범에서 보호하는 법익에 대해 강력한 2차적 보호를 하는 역할을 한다. 张明楷, 「刑法学」第三版, 法律出版社, 2007, 19면

235) 何荣功, 전게논문, 158면

(2) 사법해석을 통한 구체화방법

〈형법〉 제182조에서 열거한 연속거래, 가장매매, 통정매매 등 세가지 시세조종행위 외의 기타 시세조종행위에 대해 포괄적 일반조항을 적용하여 증권·선물 시세조종죄로 정죄할 수 있을지 판단할 때 우선 이와 관련된 최고인민법원 및 최고인민검찰원의 사법해석에서 해당 시세조종행위에 대한 규정이 있는지 보아야 한다. 법원 및 검찰원은 장기간의 실천을 통해 축적한 경험으로 시장에서 빈번하게 등장하는 시세조종행위의 위법성을 보다 정확하게 판단할 수 있기 때문이다. 현재 최고인민법원의 증권·시세조종 죄에 대한 사법해석은 아직 출범되지 않았지만 최고인민검찰원과公安部에서 연합하여 발포한 〈기소규정(2)〉에서는 〈형법〉이 규정한 세 가지 시세조종행위유형의 기초에서 허수성호가 행위와 정보우세를 이용한 연속거래행위 및 선행거래행위를 추가로 열거하였다. 동시에 동 〈기소규정(2)〉에서도 조항의 말미에 “기타 엄중한 경우”의 포괄적 일반조항을 삽입 하였는데 사법해석에서 나타나는 포괄적 일반조항 가급적이면 적용하지 말아야 한다는 주장이 있다²³⁶⁾. 그 원인으로서는 첫 번째, 포괄적 일반조항이 비판을 받고 있는 이유는 그 모호성이 죄형법정주의를 위반하고 사법기관이 권력을 남용하여 인권을 침해할 수 있다는 우려 때문이다. 사법해석은 법률규정을 해석할 때 확대해석하거나 법률의 내용을 창설해서는 안된다. 따라서 필자는 사법해석 중의 포괄적 일반조항의 적용은 사법권이 입법권을 초월할 우려가 존재한다고 생각된다. 사법해석 중의 포괄적 일반조항의 적용을 배제하는 것은 포괄적 일반조항이 고유한 유연성과 효력을 무력화 하는 것이 아닌지에 대한 의문에 대해 필자는 〈형법〉 조항 중의 포괄적 사기조항은 이미 그 작용을 하고 있다고 생각한다. 즉 〈형법〉 중의 포괄적 사기조항의 존재로 인하여 사법해석을 통해 시중에 새롭게 나타나는 시세조종행위에 대하여 규제를 추가할 수 있는 것이다. 사법해석의 역할은 〈형법〉중 포괄적 사기조항의 불명확성을 보완하여 한층 명확한 시세조종행위유형을 규정하는 것이다. 따라서 사법해석 조항은 자유재

236) 刘宪权, 전게논문, 121면

량의 여지를 남길 필요가 없다고 생각한다.

종합하면 <형법>중 시세조종행위의 포괄적 일반조항은 최고인민법원 및 최고인민검찰원이 제정한 사법해석을 통해 적용하며 사법해석 중 포괄적 일반조항은 제한적으로 적용하여야 하며 가급적으로 적용하지 말아야 한다는 것이 필자의 견해이다.

4.2 부당이득 산정기준 확립

(1) 부당이득의 범위

시세조종행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액을 통칭하여 “부당이득” 이라고 부른다. “부당이득” 은 손해배상책임 중 “손해액” 과는 완전히 다른 개념이다. 손해는 불법행위가 없었더라면 존재하였을 피해자의 재산 상태와 불법행위가 가해진 이후의 재산 상태의 차이이다.²³⁷⁾ 손해배상책임에서 손해는 평등한 시장참여 주체간 분쟁에서 채권적 청구권을 주장하는 것이며 부당이득은 위반행위에 대한 제재로서 벌금형이나 과징금 부과 시 기초가 되는 요소이다²³⁸⁾. 중국은 “부당이득” 을 “위법소득(违法所得)” 이라고 부르고 행정제재 또는 형사제재 시 부당이득에 대해 환수한다. 행정처벌의 경우 부당이득액은 일반적으로 시세조종행위에 대해 행정적 제재를 가하는 주체인 증감회에서 결정하며 형사재판단계에서도 법원은 일반적으로 증감회의 계산방법을 원용하여 부당이득을 판단한다. 증감회에서는 행정처벌결정서에 부당이득의 산정기준에 대해 명확한 계산방식을 공개 하지 않고 지침에서만 이에 대해 간략하게 규정하고 있다. <지침>제 51조에 의하면 부당이득의 산정방식은 “부당이득=종료일에 보유하고 있는 주식의 가치+누적 매도금액+누적 현금 배당액-누적 매수금액-증자발생 시 증자금액(配股金額) -거래비용 ” 이다. 이 중 종료일은 시세조종행위 종료일, 시세조종행위로 인한 영향이 사라진 일자, 조사종결일 중에 적합한 일자를 종료일로 정한다. 증감회는 시세조종행위를 포함한 기타 증권시장 불공

237) 대법원 2003.12.26선고2003다49542판결

238) 최종열, 「자본시장법상 불공정거래행위 부당이득에 관한 연구」 고려대학교 박사학위논문 2017 21면

정거래행위의 부당이득에 대해서도 해당 부당이득의 산정방법을 공개하지 않고 있다. 행정처벌을 받은 불법행위자가 부당이득 산정방식에 이의를 제기하고 법원에 행정소송을 제기한 사례도 있다²³⁹⁾. 중국 학계에서도 부당이득의 산정방법에 대한 연구는 많이 이루어지지 않고 있어 참고할 수 있는 문헌이 많지 않았다. 일반적으로 부당이득은 시세조종 기간 동안 행위자의 현실적인 매매 과정에서 발생한 이익으로 행위자의 총 수입에서 총비용을 공제한 액수로 이해된다.²⁴⁰⁾ 부당이득에는 행위자의 적극적인 이익뿐만 아니라 소극적인 이익도 포함된다. 즉, 해당 행위로 회피한 손실도 포함 된다²⁴¹⁾. 또한 행위자의 장래의 경제적 이익도 포함되는 바 이를 “미실현이익”이라 하고 위반행위로 증권 등을 취득하였다가 처분하지 않고 보유중인 주식의 평가이익을 산정하는 것이다. 중국도 <지침> 제51조의 부당이득 산정방법을 보면 증감회가 미실현이익을 부당이득에 포함시키는 입장을 취하고 있음을 볼 수 있다.

(2) 부당이득의 구체적 산정방법

시세조종행위로 인한 부당이득은 실현이익과 미실현이익의 합산을 통해 이루어진다. 보통 실현이익은 $[(\text{매도단가}-\text{매수단가}) \times \text{매매일치수량}]$ 의 방법으로 미실현이익은 $[(\text{시세조종행위 종료시점 당일 종가}-\text{매수단가}) \times \text{보유수량}]$ 의 방법으로 계산한다.²⁴²⁾ 부당이득 산정 시 매수 단가, 매도 단가, 매매일치 수량은 증권거래소의 자료를 통해 객관적으로 확인할 수 있고 시세조종 행위 종료시점은 상황에 따라 달라질 수 있다.

239) 원고는 내부자거래를 이유로 증감회에서 내린 행정처벌결정에 불복하여 법원에 행정소송을 제기 하였으며 쟁점중의 하나가 부당이득에 대한 계산의 문제였다. 원고는 증감회의 부당이득에 대한 계산은 <지침>의 규정과 일치하지 않다고 주장하였고 이에 증감회는 <지침>은 증감회의 내부적 문건이기에 법적효력이 없으며 증감회의 부당이득 계산 시의 관행에 근거하여야 한다고 답변 하였다. <http://finance.sina.com.cn/stock/jhzx/2018-07-18/doc-ihfnsvza1792564.shtml> 참조

240) 최종열, 전제논문 17면

241) 대법원 2002.7.22. 선고 2002도 1696판결

242) 대법원 2005.11.10. 선고 2005도 6523판결, 2010. 6.14 선고 2010도4453판결, 한국증권법학회, “자본시장법 주석서 I”, 박영사 2015년, 1197면, 이 부분은 중국도 학계의 주장도 마찬가지이다.

부당이득의 산정시점과 종점의 확정에 있어서 한국 대법원은 산정시점을 시세조종행위 개시시점으로 보고 매수단가를 확정한다.²⁴³⁾ 시세조종의 종료시점은 시세조종의 양태, 범의 등을 고려하여 구체적으로 판단하여야 하는데 이를 “시세조종행위의 개시 이후 그 효과가 반영되기에 충분한 합리적 시점”으로 이해하고 시세조종행위 종료 시 매도단가도 시세조종행위 이후 최고가 형성시점에 속하는 일자의 매도단가를 기준으로 하는 것이 타당하다는 견해가 있다.²⁴⁴⁾

미실현이익의 의미는 시세조종행위가 종료된 시점에 매도하지 못한 증권의 가치이다. 미실현이익은 일반적으로 시세조종행위가 아직 실행 중에 있고 완성되지 못한 상황에서 불법행위가 행정당국에 의해 발견되어 증권을 미처 다 매도하지 못한 경우에 발생한다. 그러나 시세조종행위에 대한 행정당국의 조사가 개시되면 증권의 가격은 보통 하락을 겪는다. 만약 조사가 진행되는 단계에 행위인의 계좌가 동결(冻结)되지 않으면 조사기간 동안 행위자는 여전히 보유하고 있던 주식을 매도할 수 있게 된다. 다시 말하여 시세조종행위가 발견되고, 행정당국에서 조사를 진행하는 단계에서 행위자가 보유하고 있는 주식의 수량과 가격은 계속 변화하기에 시세조종행위의 종료시점을 어떻게 정하는지에 따라 부당이득의 액수는 큰 차이를 보일 수 있는 것이다²⁴⁵⁾. 중국 실무에서는 일반적으로 조사기관이 조사를 개시하고 주가가 일정한 수준으로 하락한 다음의 시점을 시세조종행위 종료시점으로 하며 심지어 행위자가 보유하고 있던 주식을 모두 매도한 때를 기다려서 시세조종행위로 인한 부당이득을 산정하기 도 한다²⁴⁶⁾. 이에 대해 일부 학자는 법률의 규제 목적에 따라 종

243) 시세조종 이전에 취득한 주식의 매수단가는 시세조종을 계획하여 그 일환으로 시세조종행위 시작 전에 매입하였다면 실제 매수단가를 매수단가로 보고 시세조종행위와 무관한 기회에 취득하였다면 시세조종행위 착수 전날 종가를 매수단가로 본다. 대법원 2005.4.15. 선고 2005도632판결, 한국증권법학회, 전게서 1198면

244) 정순섭, 전게논문, 161면

245) 특히 현실거래를 통한 시세조종행위의 경우 시세조종행위가 발견된 시점에 대량의 주식을 보유하고 있을 가능성이 더욱 크며 시세조종행위가 발견된 시점을 시세조종행위 종료시점으로 하면 부당이득의 액수가 클 것이고 주가가 하락한 후의 시점을 시세조종행위 종료시점으로 하면 부당이득의 액수가 적을 것이며 심지어 이득이 없이 손해만 존재할 수도 있다.

246) 이는 중국에서 위법소득을 금전수입으로 이해하는 관행 때문일 수도 있다고 보는 견해가 있다.

료시점에 대한 결정이 다를 수 있다는 주장을 제기하였다. 만약 법률의 규제목적이 행위자의 이득을 최소화 하는 것이라면 주가가 하락한 시점을 시세조종행위 종료시점으로 볼 수 있지만 규제의 목적이 행위자가 시장질서에 대한 파괴 정도를 측정하는 것이라면 실제로 시세조종행위가 종료된 시점의 잔여주식의 가격을 산정하여야 한다는 것이다.²⁴⁷⁾ 중국의 규제목적은 후자로 판단하는 것이 설득력이 있다.

그렇다면 시세조종행위 종료시점의 주가는 어떻게 결정하여야 하는지에 대한 문제가 대두된다. 보유주식의 주가에 대하여 시세조종행위기간 동안의 최고가를 기준으로 하여야 한다는 견해와 시세조종행위가 종료된 후 일정한 시간이 지난 뒤의 평균가격을 기준으로 하여야 한다는 견해가 있다. 그러나 후자의 방법은 불확정성이 강하기에 채택하지 말아야 한다는 비판의 견해도 존재한다.²⁴⁸⁾

다음으로 문제되는 것은 행위인이 시세조종행위로 인한 실현이익 산정 시 본인의 시세조종행위 외의 기타 영향요인으로 인한 주가변동분을 공제하여야 하는지 여부이다. 중국 학계에서는 시세조종행위 외의 기타 요소의 영향분을 실현이익의 범위에 포함하지 말아야 한다는 초보적 견해는 있으나 이에 대한 설득력 있는 설명을 하지 못하고 있으며 이 문제에 대한 본격적 논의를 아직 형성하지 못하고 있다.

현재 한국은 부당이득의 측정에 대하여 크게 두 가지 접근 태도가 있다. 하나는 형사처벌을 위해 실무에서 산정하는 부당이득은 기술적으로 “추정치” 일 수 밖에 없고 상당인과관계에 부합되도록 최대한 근접한 수치를 합리적으로 발견하는 것이다. 그런 의미에서 미실현이익, 회피손실 등도 위반행위자의 최대 취득이익과 최대 회피손실을 규범적으로 가정하여 처벌의 근거로 삼고 있다.²⁴⁹⁾

다른 한편, 형벌에 부당이득을 구체적, 직접적으로 연동시키는 규제가 도입됨에 따라 행위자가 취득한 이익 또는 회피한 손실을 객관적인 측정도구를 통해 정밀하게 측정할 필요가 있다는 주장이 제기되고 있다. 최근에는 시세조종행위로 인한 주

247) 陈舜, 「操纵市场违法所得的计算方法」, 中外法学, 2005, 第17卷, 765면

248) 陈舜, 전계논문, 765면

249) 한국증권법학회, “자본시장주석서 I”, 1955면

가상승분의 엄밀한 입증을 요구하는 견해도 유력하게 제기되고 있는바 손해배상 소송에서 활용되었던 사건연구방법이 해법으로 거론되는 등 산술적 ,통계적 부당이득 측정이 시도되고 있다.²⁵⁰⁾ 이와 같은 노력은 부당이득을 오차 없이 측정하는 것으로 행위자의 행위에 상응하는 처벌 수위를 결정하기 위한 노력이다²⁵¹⁾.

중국에서 부당이득액은 행정처벌 중 금전제재의 범위와 관련되지만 형벌과 연동되지 않았기에 양형의 기준이 되지 않는다. 따라서 부당이득의 산정이 엄격한 “죄형법정주의와 책임주의” 원칙에 부합되어야 하는 문제점도 존재하지 않는 것으로 보인다. 또한 행정법상 금전제재는 부당이득의 환수와 부당행위에 대한 징벌이라는 복합적 성격을 포함하고 있다. 이는 손해배상책임의 범위를 정하기 위함이거나 직접적인 인과관계가 있는 이익액을 박탈하려는 데 목적이 있는 것이 아니기 때문에 위반행위와 직접적인 인과관계가 있는 이익액 만을 부당이득으로 볼 필요가 없다고 생각된다. 따라서 외부적 시장 요소에 의한 가격변동분도 부당이득의 범위에 포함할 수 있는 것으로 생각된다. 한국 헌법재판소도 부당이득이 법정형의 상하한을 정하는 기준이 되는 법제로 개정되기 전에는²⁵²⁾ 위와 같은 입장을 취하였고²⁵³⁾ 홍콩도 행위자는 신뢰와 신임의 지위를 남용하여 거래를 한 자이고 시장붕괴는 일반적인 투자자로서도 수용할 수밖에 없는 통상적인 사유이므로 얻은 이익이나 회피한 손실의 산정에 있어서 외부적 사유에 의한 가격변동을 특별히 고려할 필요는 없다는 견해가 있다.²⁵⁴⁾

250) 우민철, 김명애 「사건연구 방법론을 이용한 정상주가 산정:테마주 종목을 대상으로」 증권법연구, 2014 Vol.15(3)353면

251) 부당이득을 오차 없이 측정하고자 하는 이유는 위반자의 위반행위에 상응하는 처벌 수위를 결정하기 위한 노력이고 이러한 노력은 자본시장을 측정 가능한 외부요소를 변수로 하여 일정한 패턴에 따른 움직이는 효율적인 장소로 전제하고 인위적이거나 위법한 요소가 개입되지 않는다면 투자자들이 정상적인 거래를 통하여 결정된 가격에 거래할 것을 추정하는 것이다. 최종열, 전게논문 49면

252) 2002년 개정된 구증권거래법 제207조의 2 제2항과 현행 자본시장법 제443조 제1항, 제8호,제9호,제2항,제447조

253) 헌법재판소 2003.9.25..2002헌바69,2003헌바41(병합)전원재판부

254) 정순섭, 전게논문 159면

제6장 결론

본 논문은 시세조종의 일반론에 대한 이해를 기반으로 시세조종행위의 자본시장에 대한 위험성과 투자자들에게 주는 손해에 대한 분석을 통해 규제의 필요성에 대해 인식하고 중국의 시세조종행위에 대한 규제의 제반 상황을 살펴보고 존재하는 문제점을 검토하고 해당 문제점들에 대한 학계의 쟁점을 논의하고 이러한 문제점들에 대한 개선방법을 제안하였다.

중국의 시세조종행위에 대한 규제에서 행정수단을 통한 규제가 압도적인 비중을 차지하고 있고 증감회의 시세조종행위에 대한 인정기준은 기타 사법기관이 시세조종행위를 판단하고 제재를 가함에 있어서 중요한 참고자료로 되고 있다. 필자는 1993년부터 2015년까지 이루어진 시세조종행위에 대한 실증분석을 통하여 유형별 시세조종행위의 구성요건에 대해 검토하였다.

시세조종행위에 대한 제재 중 행정제재는 현재 활발하게 이루어지고 있고 형사제재는 시세조종행위의 거래량에 기반을 둔 기소요건의 제한으로 일정한 규모를 이룬 시세조종행위여야만이 기소기준을 만족시켜 형사처벌을 부과할 수 있으며 민사손해배상은 실체법적 및 절차법적 미비점으로 인해 아직 이루어지지 못하고 있음을 발견하였다.

민사손해배상에서 원고의 입증책임의 과중문제는 세계 각국에서 보편적으로 존재하고 있고 이런 원고입증책임의 경감을 위해 시장사기이론을 통하여 인과관계 부존재의 입증책임을 피고에게 전환하는 방법 등을 사용하여 원고의 입증부담을 감소시켜 주고 있는 추세이다. 중국에서의 시장사기이론의 도입은 인과관계 이분법의 이론이 익숙하지 않은 점과 증권시장의 아직 시장사기이론을 적용할 만한 정도의 효율적 시장에 도달하지 못한 점 등 이유로 말미암아 시장사기이론의 도입이 적합하지 않다는 결론을 도출하였다. 그러나 중국의 불법행위 인과관계판단원칙인 필연적 인과관계이론과 상당인과관계이론을 적용하여 증권시장 불법행위와 손해결과사이의

인과관계를 판단하는 것은 모두 원고에게 과중한 입증책임을 부과하는 것이라는 판단 하에 필자는 인과관계 부존재의 입증책임을 피고에게로 전환하는 것을 건의하였다. 손해액산정기준에 있어서는 현재 미국, 한국에서 보편적으로 사용하고 있는 차액산정방식을 적용하고 사건연구방법을 통해 정상주가를 산출하여 실제거래액에서 정상주가를 공제한 금액을 손해액으로 보는 방법을 채택하는 것이 적절할 것으로 보인다.

민사소송제도에서는 사전절차를 폐지하고 증권집단소송제도 중의 소송허가절차를 도입할 것을 건의하였고 명시적 참가제도가 중국의 국토규모 특성상 투자자의 이익을 보호하는데 불리하며 따라서 묵시적 참가제도가 집단구성원의 이익을 보호하기에 더욱 효과적인 것으로 판단하고 대표자소송도 묵시적 참가제도로의 전환을 건의하였다. 대표자의 선정에 있어서 필자는 미국과 한국의 대표자자격에 대한 규정을 소개하였으며 법원이 대표당사자의 “공통성” “적절성”의 자격기준에 근거하여 당사자를 선정함으로써 집단구성원의 이익을 보장하는 방법을 제안하였다.

<기소규정(2)>의 “엄중한 경우”에 대한 규정 중 허수성호가의 당일의 거래량만 판단기준으로 하여 기소조건 만족여부를 판단하는 것은 적절하지 않으며 선행거래 행위와 정보우세를 이용한 시세조종행위의 주체를 특정주체로 한정하지 것 또한 적절하지 않다. <증권법>과 <형법> 시세조종행위 규제조항의 말미에 있는 포괄적 일반조항은 죄형법정주의에 위배되지 않고 사법해석을 통해 그 범위를 제한할 수 있다.

마지막으로 부당이득에 대해 논의하였는데 미국, 한국 등 나라에서 부당이득과 형벌을 연동시켜 징역형과 벌금형을 부과하는 관계로 부당이득의 정확한 산정이 죄형법정원칙의 부합됨에 있어서 중요한 요소가 되고 있음을 발견하였다. 이와 달리 중국의 형법규정은 부당이득과 양형을 연동하지 않고 행정처벌에서만 부당이득의 환수와 부당이득의 3배에 달하는 징벌적 벌금을 부과하고 있기에 필자는 중국의 부당이득의 산정기준에 있어서 시세조종행위 외의 기타 영향요소에 대한 엄격한 배제

는 아직 논의는 시기상조인 것으로 보인다. 부당이득은 실현이익과 미실현이익의 합으로 보는 것이 타당하며 미실현이익의 산정에서 보유주식의 수량은 시세조종행위가 발견된 시점에 보유하고 있는 주식수를 기준으로 하고 보유주식의 가격은 시세조종행위 기간 동안의 최고가를 기준으로 하는 것이 타당한 것으로 판단하였다.

본 논문에서는 중국의 시세조종규제의 법률규정과 규제현황에 대한 분석을 통하여 일부 문제점을 제시하고 분석하며 기타 지역과 국가들의 실천을 참고하여 해당 문제점들에 대한 해결방법에 대하여 논의하였다. 이외에도 시세조종관련 규제 중 연계시세조종에 대한 규제와 형법중 시세조종과 형벌의 연동의 필요성에 대한 검토, 증권집단소송방식의 진일보 구체화 등 여러 가지 문제에 대한 논의가 아직 남아 있기에 이 부분은 본 논문의 한계점으로 남게 되었고 향후 추가적인 연구가 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

한국문헌

[단행본]

- 김화진, 「자본시장법이론」 제2판 박영사, 2016
김건식, 「증권거래법」 두성사, 2000
김건식, 송옥렬 「미국의 증권규제」, 홍문사, 2001
김건식, 정순섭 「자본시장법」 두성사, 2010.
정동윤, 유병현, 「민사소송법」, 법문사, 2007
이규호, 「형법총론」, 청목출판사, 2014
임재연, 「자본시장법」 박영사, 2008
임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009
임재연, 「자본시장법과 불공정거래」 박영사, 2014
최정식, 「증권집단소송법의 이해」 삼영사, 2008
한국증권법학회, 「자본시장법주석서 I」 박영사, 2009.
한국증권법학회, 「자본시장법주석서 II」 박영사, 2015

[일반논문]

- 김택주, 「시세조종행위에 따른 손해배상책임」, 상사판례연구, 2005년
김태선, 「주가조작에 따른 손해배상청구사건에 있어서 배상액의 산정방법에 관한 고찰」 증권법연구, 2006
김주영, 「증권소소에 있어서의 전문가 감정 활용기준」, 저스티스 (통권), 제102호
동신의, 「중국 증권법상 내부자거래의 규제에 관한 연구」, 증권법연구 2010년
송호신, 「시세조종행위에 대한 손해배상청구와 제재조치」, 경제법연구 2009년
엄세용, 「허수성 호가에 대한 시세조종과 교란행위 규제의 평가」, 증권법연구 2017년
위계찬, 「독일 손해배상법상 입증책임」 충남대학교 법학연구 2008년
우민철, 김명애 「사건연구방법론을 이용한 정상주가 산정: 테마주 종목을 대상으로」, 증권법연구.2014
윤광균, 「증권사기로 인한 민·형사책임에 있어서의 손해와 이익의 산정」, 법조 2016년
장상균, 「시세조종행위로 인한 손해배상청구소송에 있어서 손해배상의 계산」 BFL

서울대학교 금융법센터 2004년
정순섭, 「자본시장법상 불공정거래와 보호법익-시세조종과 부당이득을 중심으로」,
상사판례연구 2012년
조수정, 「자본시장 불공정거래로 인한 손해배상 활성화」, 법학논총 2012년
최승재, 「효율적 시장가설의 규범 포섭-시장사기이론의 적용한계의 확정을 중심으로」 증권법연구 2011년

[학위논문]

박순철, 「미공개중요정보 이용행위의 규에 관한 연구-형사적 제재의 실효성 확보를 중심으로」 성균관대학교 박사학위 논문 2009년
안인근, 「자본시장법상 시세조종행위 규제에 관한 연구」 성균관대학교 석사학위 논문, 2011년
최종열, 「자본시장법상 불공정거래행위 부당이득에 관한 연구」, 고려대학교 박사학위논문 2017년
현의섭, 「자본시장법상 시세조종행위의 규제에 관한 연구」, 단국대학교 석사학위 논문 2010년

[한국판례]

헌법재판소 2003.9.25.2002헌바69,2003헌바41(병합) 전원재판부
대법원2001.6.26. 선고 99도 2282판결
대법원2001.11.27. 선고 2001도5367판결
대법원2002.7.22. 선고 2002도1696판결
대법원2005.11.10. 선고2005도6523판결
대법원2008.12.11. 선고 2006노2718판결
대법원2011.1.19. 선고2000도444판결
대법원2011.11.27. 선고 2011도 3567판결
서울고등법원2009.3.19. 선고 2008노2314판결
서울중앙지방법원2011.1.28. 선고 2010고합11판결

서울고등법원 2014.6.19. 선고 2012노4058.2014노841(병합)판결

중국 문헌

[단행본]

- 赖英照, 「证券交易法逐条释义(第4册)」, 三民书局 1991年
- 白建军, 「证券欺诈与对策」, 中国法制出版社 1996年
- 沈厚富, 「证券交易市场操纵行为的法律分析 梁慧星主编:《民商法论丛》(第7卷)」
法律出版 1997年
- 于敏, 「日本侵权行为法」, 法律出版社 1998年
- 刘世国, 「现代侵权损害赔偿研究」, 法律出版社, 1998年
- 江平, 「民法学」, 中国政法大学出版社, 2000年
- 齐斌, 「证券市场信息披露法律监管」, 法律出版社 2000년
- 刘艳红, 「开放的犯罪构成要件理论研究」, 中国政法大学出版社, 2002年
- 李国光, 贾纬 「证券市场虚假陈述民事赔偿制度」, 法律出版社, 2003年版
- 于莹, 「证券法中的民事责任」, 中国法治出版社 2004年
- 程肖, 「证券市场虚假陈述侵权损害赔偿责任」人民出版社 2004年
- 胡轩之, 张云辉译「莱瑞 D 索德圭斯特 美国证券法解读」, 法律出版社, 2004年
- 刘贤权, 「证券欺诈犯罪理论与处罚」, 知识产权出版社 2005年
- [美]哈特, 托尼·奥诺儿:《法律中的因果关系》, 张绍谦、孙战国译, 中国政法大学出版社 2005年
- 陈建旭, 「证券犯罪之规范理论与界限」, 法律出版社 2006年
- 赵万一, 「证券交易中的民事责任制度研究」 法律出版社, 2008年
- 任自力, 「证券集团诉讼-国际经验&中国道路」, 法律出版社, 2008年
- 王泽鉴, 「侵权行为」北京大学出版社 2009年
- 陈幅宽, 「金融证券犯罪疑难问题解析」, 中国检察出版社, 2009年
- 杨立新, 「侵权责任法」, 复旦大学出版社 2010年
- 周光权, 「刑法总论」, 中国人民大学出版社, 2008年
- 谢杰, 「操纵资本市场犯罪刑法规制研究」, 上海人民出版社, 2013年
- 陈兴良, 「刑法总论精释」, 人民法院出版社, 2016年

[일반논문]

- 白建军, 「证监会60个处罚决定的实证评析」, 法学 1999年 第11期

刘敏超，薛峰「证券法中的民事责任功能分析」求索，2001年 第3期

张亦春，周颖刚「中国股市弱势有效吗？」，金融研究 2001年 第三期

王文海，「对操纵市场侵权损害赔偿的法律思考」云南大学学报法学版 2002年 第二期

于莹，「论以连续交易的方式操纵市场价格罪」法学家 2002年 第6期

焦津洪「欺诈市场理论研究」，中国法学 2003年 第二期

汤欣，「操纵市场行为的界定与〈证券法〉的修改建议」，中国金融 2004年 第九期

陈舜，「操纵市场违法所得的计算方法」中外法学 2005年 第五期

宋一欣，「证券市场中因内幕交易和操纵市场引发的民事赔偿的有关法律问题」法律适用 2006年 4月

高基生，「德国最高法院对抢帽子交易案的判决及其启示」证券市场导报 2006年 9月

贾纬，「操纵市场行为的认定及其民事责任」人民司法 2007年 第一期

范利民，唐筹筹，「收盘价交易机制的国际比较：特点，趋势与启示」当代经济管理，2007年 第6期

章武生，杨严炎「我国群体诉讼的立法与司法实践法学研究」，法学研究，2007年 第2期

白建军，「坚硬的理论，弹性的规则-罪刑法定研究」，北京大学学报，2008年

叶金强，「相当因果关系理论的展开」，中国法学 2008年 第一期

吴英姿「代表人诉讼制度设计缺陷」，法学家，2009年 第2期

朱勇，「我国侵权行为法因果关系认定理论解析」，云南财经大学学报，2009年 第24卷 第6期

刘毅，张谷「示范性诉讼及其在我国审判实践中的运用」，人民司法 2011年 第11期

王崇青，「抢帽子交易的刑法性质探析-以汪建中操纵市场案为视角」，政治与法律，2011年，第1期

张远忠，「当股民遇上“黑嘴”」金融博览（财富），2012年 第2期

张建军，「论刑法中兜底条款的明确性」，法律科学，2014年 第2期

中国社会科学院课题组「证券法律责任制度完善研究」，证券法苑 2015年 第一期

汤欣，高海涛「证券市场操纵行为认定研究-行政处罚案例的视角」，当代法学，2016年 第4期

熊永明，徐艳君，「操纵证券、期货市场罪“兜底条款”的适用研究」，法律适用，2016年 第10期

章武生，「我国证券集团诉讼的模式选择与制度重构」，中国法学 2017年 第2期

夏中宝，「徐翔操纵市场案中的法律与证据问题研究」证卷法院，2017年 第20卷

缪生，「操纵证券市场侵权责任之因果关系」法学评论 2017年 第一期

张玮心，「操纵证券市场的不法所得与损害赔偿额计算」证券法律评论 2017年 第一期

刘宪权，林雨佳，「操纵证券·期货市场的本质与认定」国家检察官学院报，2018年 第

4期

[학위논문]

余磊, 「操纵证券市场罪研究」武汉大学博士学位论文, 2010年

张岳男, 「操纵证券市场刑法规制研究」南京师范大学硕士学位论文, 2011年

谢杰, 「市场操纵犯罪的机理与规制-法律与经济分析」华东政法大学博士学位论文, 2014年

刘珂, 「证券投资者民事救济制度研究」西南政法大学 博士学位论文, 2015年

秦力, 「操纵证券市场侵权民事责任制度研究」, 中国石油大学硕士学位论文, 2016年

[중국판례]

北京第二中级人民法院(2010)二中刑初字第1952号

北京市第二中级人民法院 (2011) 二中民初字第08477号

上海市第一中级人民法院民事判决书(2014)沪一中民一(民)终字第2656号

安徽省黄山市屯溪区人民法院民事判决书 (2014) 屯民一初字第0082号

青岛市中级人民法院 (2016) 鲁02刑初148号

[영문문헌]

Barbara Black , 「Fraud on the Market : A Criticism of Dispensing with Reliance Requirements in Certain Open Market Transaction 」 vol.62 *North Colombia Law Review* p435 (1984)

Deborah R . Hensler, Bonnie Dombey-Moore&Beth Giddens et al. 「 Class action Dilemmas : Pursuing Public Goals for Private Gain」 *Rand Institute for Civil Justice* (2000)

Edward L. Glaeser and Andreifer, 「The Rise of Regulatory State」 *Journal of Economic Literature*, Vol. 41, No. 2(Jun ,2003)

Hubert de Vauplance , 「The Concept of Securities Manipulation and Its Foundations in France and the USA」 , 23 *Brook. J. Int'l L* (1997)

Louis Loss , 「Fundamentals of Securities Rugulation」 , *Little Brown and Company 2nd* (1988)

Michael Moran, 「The Rise of the Regulatory in Britain」 , *Parliamentary Affairs*,

54, (2001)

Michael Moran, 「Understanding of the Regulatory State」, *British Journal of Political Science*, Vol.32, No.2(Apr,2002)

Macey&Miller, 「Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud on the Market Theory」, *42 Stan.L.Rev.* (1990)

Norman Poser, 「Securities Regulation in Developing Countries : The Brazilian Experience」, *Va. L. Rev.* (1996)

Rachael Mulgeron, 「The Case of an Opt-Out Class Action for European Member States: A Legal and Empirical Analysis」, *15 Cplim.J.Eur.L.*(2009)

Rechael Mulheron, 「The Class Action in Common Law Legal System : a Comparative Perspective」 *Hart Publishing* 2004.

Stefano M. Grace, 「Strengthening Investor Confidence in Europe: US-Style Calss Actions and the Acquis Communautaire」, *2 J.Transnat 1 L. &Pol' y.* (2006).

[미국판례]

Janigan .v. Taylor 344 F. 2d 781,786(CA1 1965)

Affiliated UTE Citizens .v.United States (1972) 406. US 128 (1972)

Financial Indus Fund Inc .v. McDonnell Douglas Corp .474 F 2d 514. United States Court if Appeals . (10th Cir 1973)

Ernst & Ernst .v. Hochfelder. 425 U.S 185 (1976)

Santa Fe Industries Inc .v. Green, 430 U.S 462 (1977)

Schreiber .v. Burington Northern. Inc. 472 US 1(1985)

Basic Inc .v. Levinson, 485, U.S 224 (1988)

Alpern .v. Utilcorp United , Inc ,84 F3d 1525,1540 (8th Cir 1996)

Flanagan .v. Ahern, 521 U.S 1114(1997)

부록: 시세조종의 규제에 관한 중국 법률규정 중문·국문 대조

「증권법(証券法)」 제77조

- 禁止任何人以下列手段操纵证券市场：（一）单独或者通过合谋，集中资金优势，持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量；（二）与他人串通，以事先约定的时间，价格和方式相互进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量；（三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量；（四）以其他手段操纵证券市场，操纵证券市场行为给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任.
- 다음과 같은 수단으로 시세를 조종하는 것을 금지 한다 : (1) 단독 또는 통모하여 자금우세, 지분우세, 정부우세를 이용하여 연합하거나 연속매매의 방식으로 증권 거래가격 또는 증권거래량을 조종하는 경우 (2) 타인과 통모하여 사전에 약정한 시간, 가격과 방식으로 상호간 증권거래를 하여 증권거래가격이나 증권거래수량에 영향을 미치는 경우 (3) 자신이 실제로 통제하고 있는 계좌들 사이에서 증권 거래를 하여 증권거래가격이나 증권거래량에 영향을 미치는 경우 (4) 기타 수단으로 시세를 조종하여 해당 행위가 투자자에게 손실을 초래한 경우 행위인은 손해배상책임을 부담하여야 한다.

「형법(刑法)」 제182조

- 有下列情形之一的，操纵证券、期货市场，情节严重的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金：（一）单独或者合谋，集中资金优势、持股或者持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的；（二）与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券、期货交易，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的；（三）在自己实际控制的账户之间进行证券交易，或者以自己为交易对象，自买自卖期货合约，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的；（四）以其他方法操纵证券、期货市场的。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚.
- 다음과 같은 수단을 통해 증권·선물시장을 조종하여 엄중한 경우 (情节严重), 5년 이하 징역과 벌금을 병과하거나 단독으로 벌금형에 처한다. 특별히 엄중한 경우, 5년 이상 10년 이하의 징역에 처하고 벌금을 병과 한다. ①단독 또는 공모하여 자금우세, 지분우세, 정보우세를 이용하여 연합하거나 연속적으로 거래함으로써 증권·선물의 가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ②타인과 통모하여 사전에 약속한 시간, 가격 또는 방식으로 서로 증권·선물거래를 하여 증권·선물 가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ③자신이 실제로 지배하고 있는 계좌사이에서 증권

거래를 하거나 자신을 거래상대로 하여 선물계약(期貨合約)을 매매하여 증권·선물가격 또는 거래량을 조종하는 경우 ④기타 방법으로 증권시장을 조종하는 경우 .법인이(法人) 상술한 죄를 범한 경우 법인에 벌금을 부과하는 동시에 직접책임자 또는 기타 직접책임인원에게는 위 조항의 내용대로 처벌한다.

「공안기관관할의 형사사건입건과 기소기준에 대한 규정 2 (关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二))」 제39조

— 操纵证券,期货市场,涉嫌下列情形之一的,应予立案追诉

(一) 单独或合谋,持有或者实际控制政权的流通股份数达到该证券的实际流通股份总量百分之三十以上,且在该证券连续二十个交易日内联合或者连续买卖股份数累计达到该证券同期总成交量百分之三十以上的; (二) 单独或者合谋,持有或者实际控制期货合约的数量超过期货交易所业务规则限定的持仓量百分之五十以上,且在该期货合约连续二十个交易日内联合或者连续买卖期货合约数累计达到该期货合约同期总成交量百分之三十以上的; (三) 与他人串通,以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券或者期货合约交易,且在该证券或者期货合约连续二十个交易日内成交量累计达到该证券或者期货合约同期总成交量百分之二十以上的; (四) 在自己实际控制的账户之间进行证券交易,或者以自己为交易对象,自买自卖期货合约,且在该证券或者期货合约连续二十个交易日内成交量累计达到该证券或者期货合约同期总成交量百分之二十以上的; (五) 单独或者合谋,当日连续申报买入或者卖出同一证券、期货合约并在成交前撤回申报,撤回申报量占当日该种证券总申报量或者该种期货合约总申报量百分之五十以上的; (六) 单独或者合谋,当日连续申报买入或者卖出同一证券、期货合约并在成交前撤回申报,撤回申报量占当日该种证券总申报量或者该种期货合约总申报量百分之五十以上的; (七) 证券公司、证券投资咨询机构、专业中介机构或者从业人员,违背有关禁止的规定,买卖或者持有相关证券,通过对证券或者其发行人、上市公司公开作出评价、预测或者投资建议,在该证券的交易中谋取利益,情节严重; (八) 其他情节严重的情形.

— 증권 또는 선물시장의 시세를 조종하여 다음과 같은 정황이 있는 경우 입건하여야 한다.

①단독 또는 타인과 통모하여 소유 또는 실제로 지배하고 있는 증권이 시장에서 유통되고 있는 해당 증권의 30%이상을 차지하는 동시에 해당 증권에 대한 연속 20일 동안의 누적 거래량이 해당 증권의 20일 동안 총 거래량의 30%을 차지하는 경우 ②단독 또는 타인과 통모하여 소유 또는 실제로 지배하고 있는 선물계약이 선물거래업무규칙에서 한정된 보유량(持仓量)의 50%를 초과한 동시에 해당 선물계약에 대한 연속 20일 동안의 누적 거래량이 20일 동안 해당 계약 총 거래량의 30%을 차지하는 경우 ③ 타인과 통모하여 약정된 시간, 가격 및 방법으로 증

권 또는 선물을 거래하고 해당 증권 또는 선물에 대한 연속 20일 동안의 누적거래량이 20일 동안 해당증권의 총 거래량의 20%이상을 차지하는 경우 ④자신이 실제로 지배하고 있는 계좌사이에서 증권을 거래하거나 자신을 상대로 선물계약을 매매하여 해당 증권 또는 선물에 대한 연속 20일 동안의 누적 거래량이 20일 동안 해당 증권 또는 선물의 총 거래량의 20%이상을 차지하는 경우 ⑤ 단독 또는 타인과 통모하여 동일한 증권 또는 선물계약에 대해 당일 내에 연속적으로 매수 또는 당일 매도주문을 하고 거래가 성사되기 전에 주문을 취소하며 취소한 주문량이 당일 해당 증권 또는 선물계약 총 주문량의 50%이상을 차지하는 경우 ⑥ 상장회사의 동사, 감사, 고급관리인원, 실제지배인, 지배주주 또는 기타 관련자가 단독 또는 공모하여 정보우세를 이용하여 해당 회사의 증권거래가격 또는 증권거래량을 조종하는 경우 ⑦증권회사, 증권투자자문기관, 전문중개기관 또는 전문중개기관의 임직원이 이익을 획득할 목적으로 업종관련규정을 위반하고 특정 증권을 매매하거나 소지한 후 해당 증권 또는 증권발행인이거나 해당 상장회사에 대해 공개적으로 평가하고 예측하며 투자건의를 진행하여 해당증권관련 거래에서 이익을 획득한 경우 ⑧기타 엄중한 경우 등이 있다.

「증권법 (証券法)」 제203조

一 违反本法规定，操纵证券市场的，责令依法处理非法持有的证券，没收违法所得，并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足三十万元的，处以三十万元以上三百万元以下的罚款。单位操纵证券市场的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以十万元以上六十万元以下的罚款。

— 본 법의 규정을 위반하여 증권시장을 조종한 경우 불법으로 소지한 증권을 법에 따라 처분하며 부당이득을 몰수하고 부당이득의 1배 이상 5배 이하의 벌금을 처한다. 부당이득이 없거나 30만 위안을 초과하지 않는 경우 30만위안 이상 300만 위안 이하의 벌금을 처한다. 법인이 증권시장을 조종한 경우 직접책임이 있는 주요관자와 기타 직접책임이 있는 인원에게 경고를 처하고 10만 위안 이상 60만 위안 이하의 벌금을 처한다.

「증권법 (証券法)」 제231조

一 违反本法规定，构成犯罪的，依法追究刑事责任。

— 본 법의 규정을 위반하여 범죄를 구성한 경우 법에 따라 형사책임을 추궁한다.

「증권법 (証券法)」 제232조

一 违反本法规定，应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款，罚金，其财产不足以同时支付时，先承担民事赔偿责任。

—본 법의 규정을 위반한 경우 민사손해배상책임을 부담하여야 하고 벌금을 납부하여야 한다. 보유하고 있는 자산으로 손해배상금과 벌금을 동시에 부담할 수 없는 경우 민사책임을 우선으로 부담하여야 한다.

「증권법（証券法）」 제233조

—违反法律,行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定,情节严重的,国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施.前款所称证券市场禁入,是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务或者不得担任上市公司董事,监事,高级管理人员的制度.

—법률 ,행정법규 또는 국무원증권감독관리기관의 관련 규정을 위반하여 엄중한 경우 국무원증권감독관리기관은 책임이 있는 인원에게 증권시장진입금지 처분을 내릴 수 있다. 증권시장진입금지란 일정한 기한 또는 종신동안 증권관련 업무에 종사할 수없고 장상회사의 이사, 감사 및 기타 고급관리인원으로 취임할 수 없음을 뜻한다.

Abstract

A Study on Legal Regulation of Market Manipulation in China

PIAO XUEMEI

College of Law

The Graduate School

Seoul National University

With the scale of China's capital market continues to expand, securities fraud is also increasing. Market Manipulation as a kind of securities fraud which is artificially control the market price, in purpose of concealing investors and take profit from the behavior. Many countries monitoring fraudulent acts affecting the stable order of the securities market to protect the interests of investors while maintaining the function of capital market resource allocation. China's methods of supervision and remedy for market manipulation are criminal, administrative, and civil. Among them, administrative supervision is the mainstay, supplemented by criminal and civil remedies.

As the main Supervision Institution, China Security Regulation Commission (CSRC) monitors and punishes illegal transactions according to < Securities Law of the People's Republic of China>. There are three kinds of market manipulation behaviors regulated in this Law and 4 new kinds of transactions

in CSRC's Guiding documents which is *Guidelines for the Determination of Manipulation Behavior in the Securities Market from Securities Regulatory Commission*. With the development of Internet technology , In the future, there are likely to be more new market manipulations not listed in the law. It is urgent to clarify the determination and judging criteria for market manipulation in the securitieslaw.

Although The supervision of the CSRC on market manipulation behavior has been increasing year by year, cases get relief through criminal and civil procedures are minimal. It means the Criminal and Civil supervision systems for market manipulation behavior need to be improved. The purpose of this paper is based on the current situation of criminal and civil supervision systems, to explore the reasons, and make reasonable suggestions for improving the program.

In Civil litigation, The dilemma of civil remedies lies in the determination of causality, the calculation of damages and the problems of the representative's litigation. In Criminal litigation, due to the inability to meet the requirements of prosecution, most cases cannot be transferred to the procuratorate after CSR impose administrative penalties.

Based on the concept of market manipulation behavior and regulation theory, this paper analyzes China's current supervision status of market manipulation behavior, and the CSRC's punishment cases to sort out the judgment rules of the various market manipulation behaviors. Also it will analyzis criminal and civil relief systems, identify problems and make reasonable recommendations on these issues.

Key Words : Market Manipulation, Compensation for damages, Causality ,
Calculation for damages, Representative's litigation, Manipulation in securities
and futures markets.

Student Number : 2017-26076